证券研究报告

经济复苏，精彩不同
——20年4季度中国经济与资本市场展望

姜 超（首席经济学家、宏观债券研究）

SAC号码：S0850513010002

2020年9月8日

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

概要

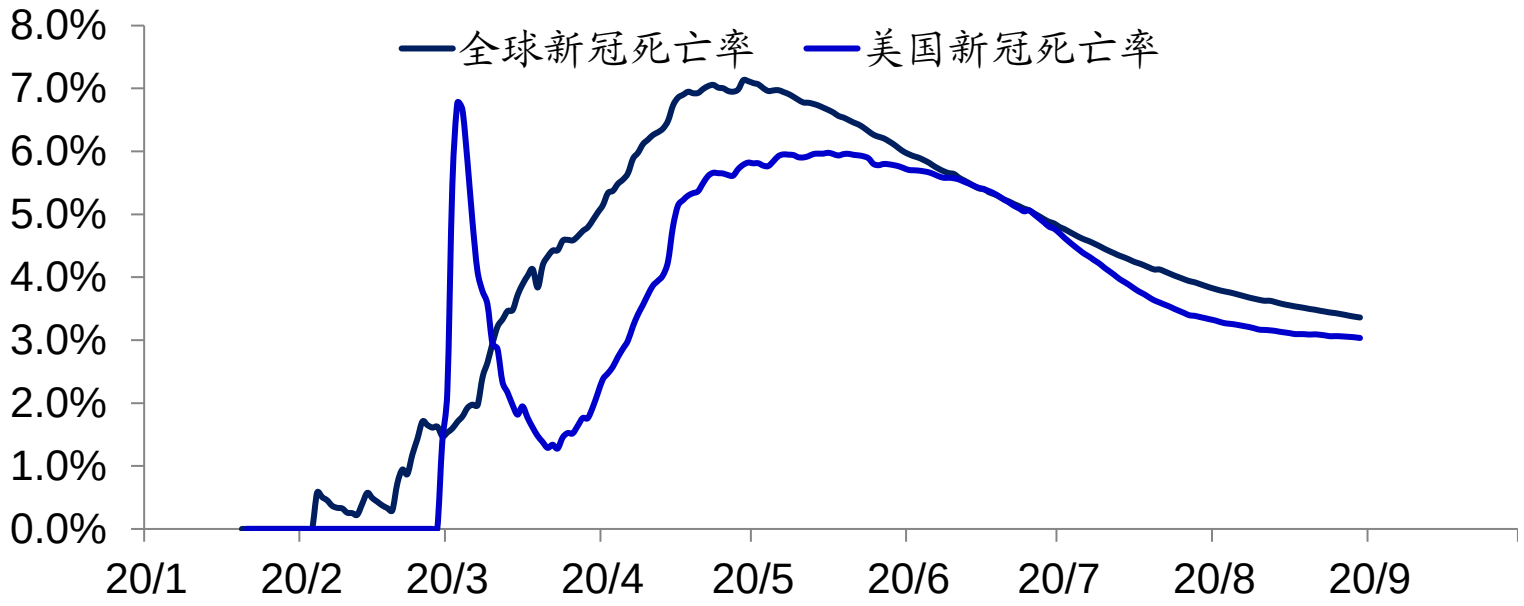
1. 疫情影响持续减弱
2. 全球复苏外需改善
3. 中国经济率先复苏
4. 宽松货币何时退出

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

新冠死亡率大降

虽然目前新冠疫情并没有结束，全球感染人数还在持续增加，而且还没有有效的疫苗出现。但有一个最重要的好消息，就是新冠病毒导致的死亡率大幅下降，目前全球和美国的新冠死亡率均从峰值的7%左右降至3%左右的水平，远低于SARS当年11%的死亡率。

全球及美国新冠死亡率



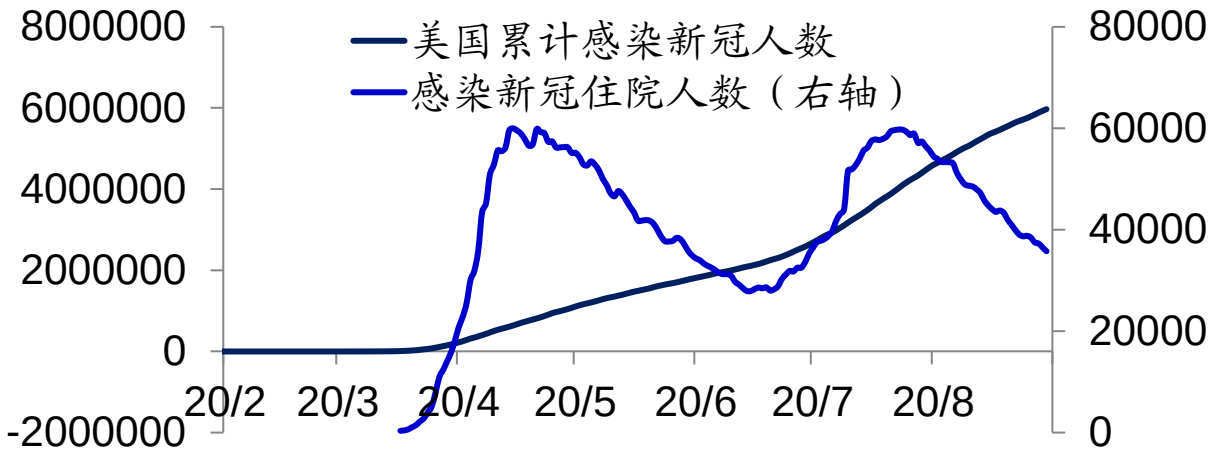
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

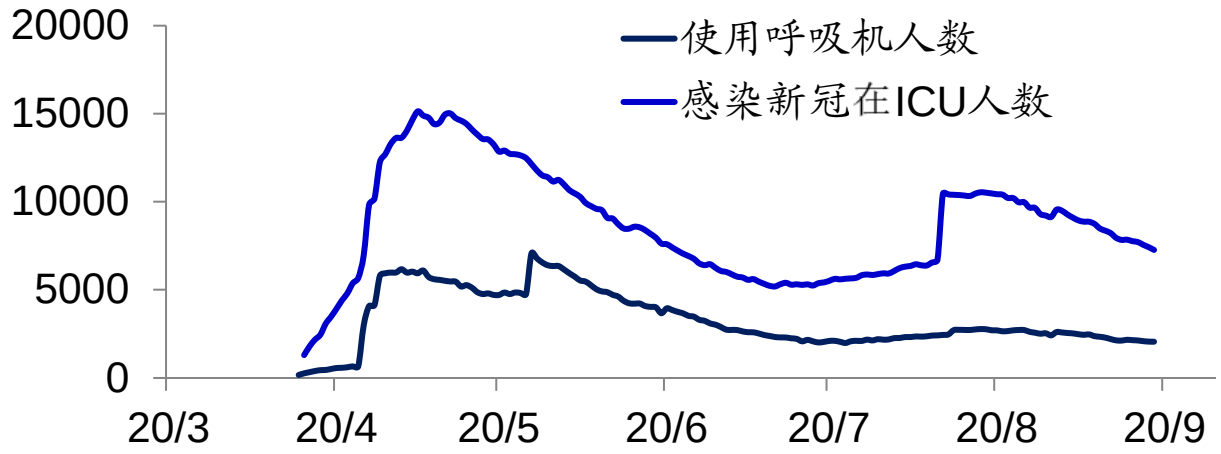
美国：医疗资源占用下降

以美国为例，目前美国是全球感染新冠病毒最多的国家，其累计感染人数已经达到600万人，而且每周的新增感染人数依然维持在30万人左右的历史高峰。但是由于治疗水平等的进步，美国感染新冠病毒住院的人数已经从4月份6万人左右的高峰下降至当前的不到4 万人。无论是感染新冠病毒住在ICU病房的人数，还是使用呼吸机的人数，目前都远低于4、5月份高峰时的水平，这意味着新冠病毒对医疗资源的占用也在明显下降因而新冠病毒产生的伤害也显著下降。

美国累计感染新冠病毒、感染新冠病毒住院人数（人）



美国感染新冠病毒在ICU和使用呼吸机人数（人）



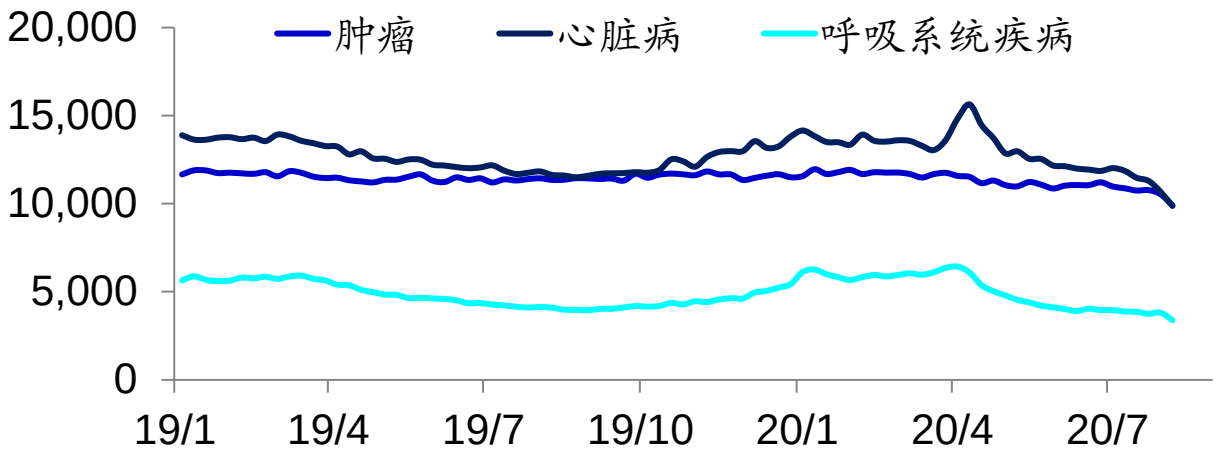
资料来源：The Covid Tracking Project，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

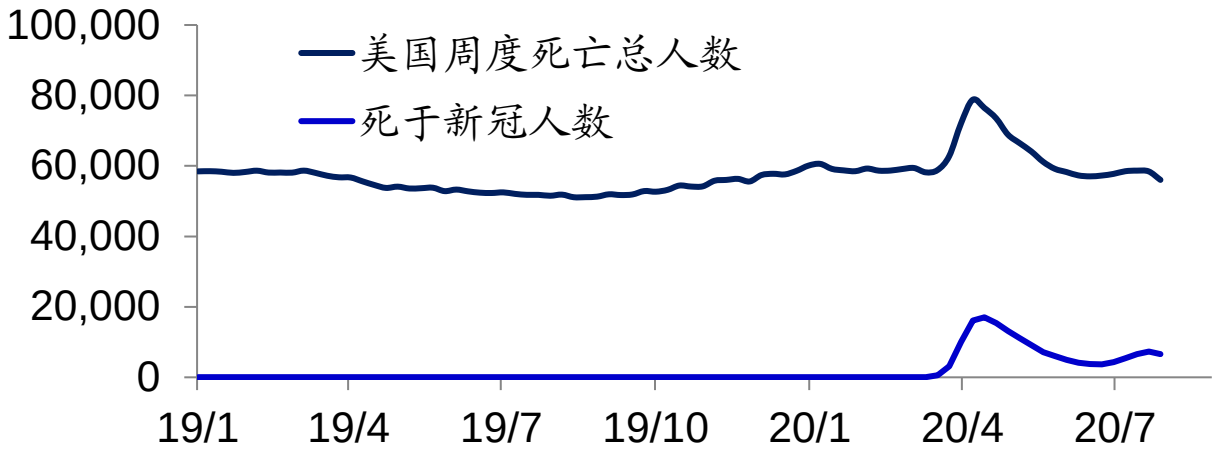
最新：每周死亡总人数下降

根据美国CDC6月份的《发病率和死亡率周报》，在统计了130万新冠病例之后，发现患有心脏病等慢性病患者死于新冠病毒的风险比健康人高出12倍，这意味着很多死于新冠病毒的患者本身可能也患有各种慢性疾病，其结果就是在7月份以后死于心脏病、肿瘤等慢性疾病的人数出现了明显下降。因此，虽然新冠病毒在4、5月时导致了美国每周死亡人数从6万左右最高升至8万人，但在进入7月以后，由于死于各种慢性疾病人数的下降，美国每周总死亡人数已经降至6万人以下。因此从累计的角度来看，美国今年的总死亡人数相比于正常年份并没有大幅增加。

美国每周死于肿瘤、心脏病和呼吸系统疾病人数（人）



美国每周死亡总人数、死于新冠病毒人数（人）



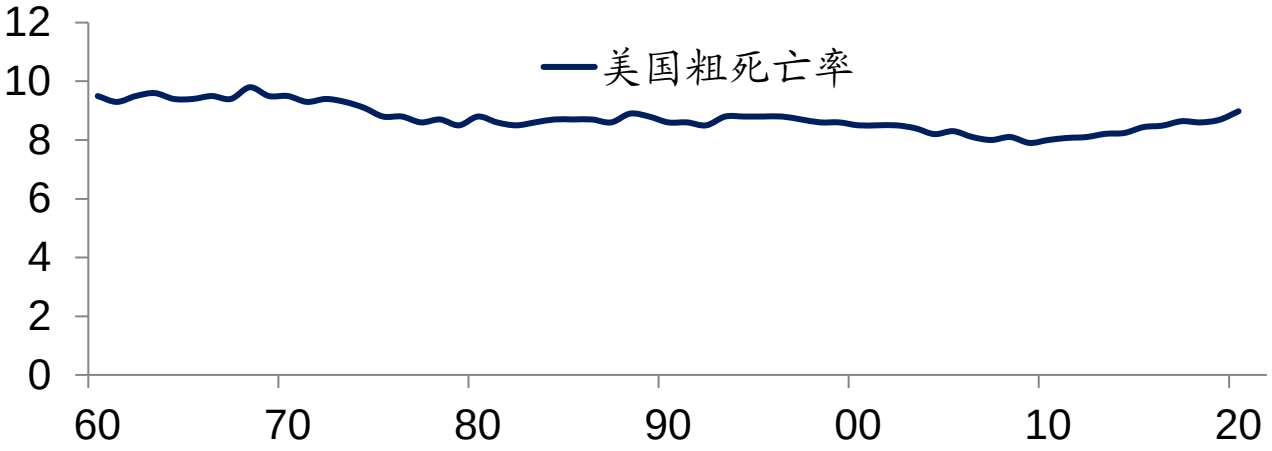
资料来源：Wind，CDC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

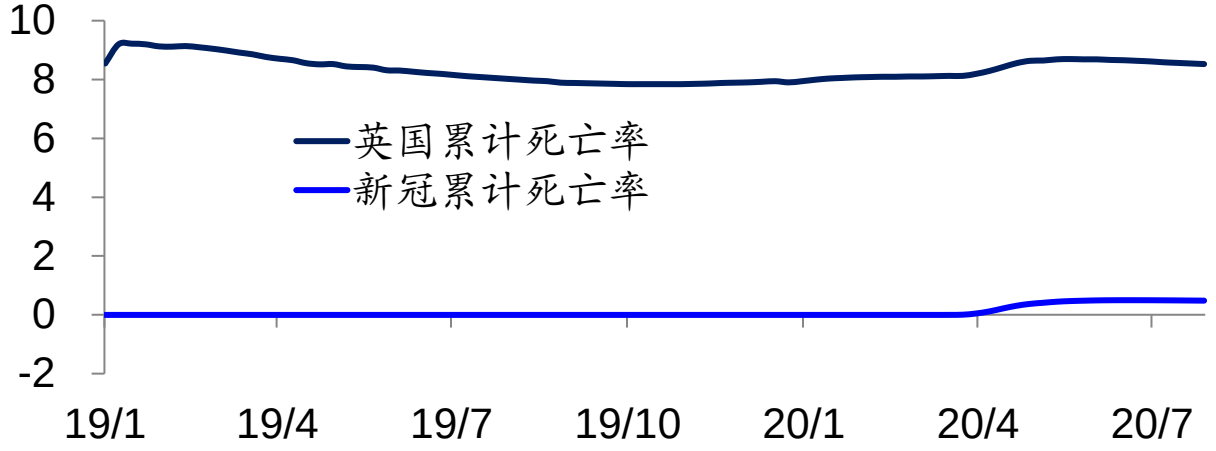
人口总死亡率稳定

我们统计了美国近两年的人口累计死亡率，发现这一数值一直稳定在9‰左右，即便是在今年疫情期间，也仅是小幅上升至9‰以上，但目前已经重新降至9‰以下。即便是放在过去60年的背景下来观察，今年美国的粗死亡率也并未显示出明显的异常。英国统计局的死亡人数统计也显示出了类似的现象，今年以来其人口总死亡率保持在9‰以下。因此，即便还没有有效的疫苗出现，但是新冠病毒占用的医疗资源所导致的死亡率大幅下降，其影响其实是在逐渐大幅减弱。

1960-2020年美国粗死亡率（‰）



英国累计死亡率，新冠病毒导致的死亡率（‰）



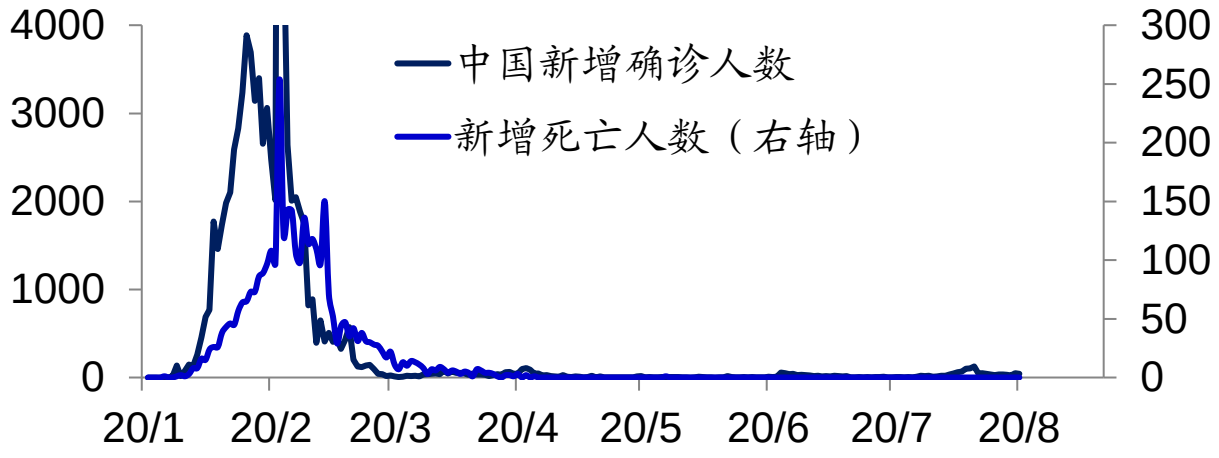
资料来源：Wind，CDC，英国统计局，海通证券研究所，
左图20年数据为预测值

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

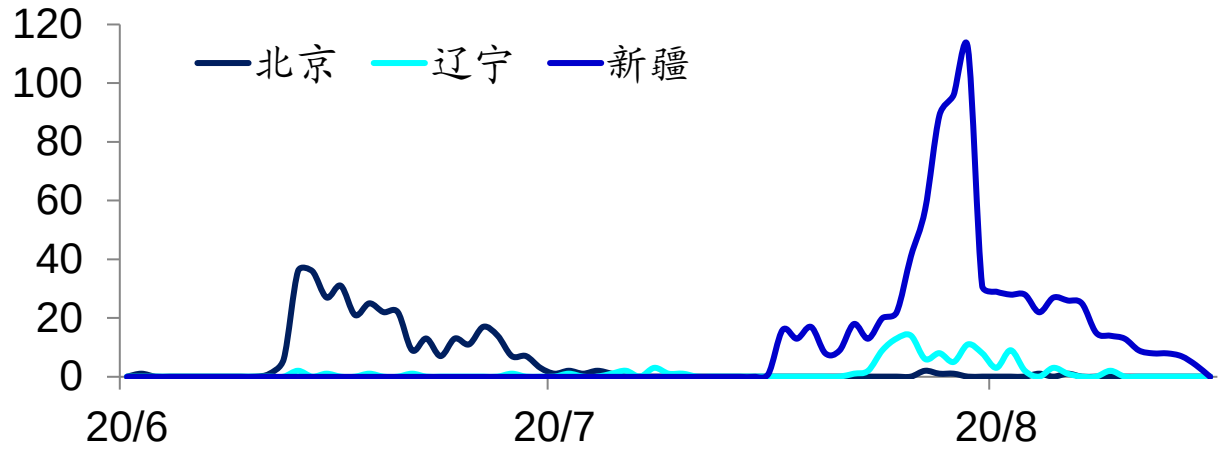
中国疫情率先可控

再来看中国的情况，我们在全球率先控制住了疫情。无论是从新增感染新冠肺炎的人数、还是新增死于新冠肺炎的人数，中国都是在2月份达到高峰、在3月中旬以后就持续位于低位水平，这意味着中国疫情的顶峰发生在2月份，在3月份以后疫情就开始持续改善。之后虽然北京、辽宁和新疆等地陆续出现过小规模的疫情爆发，但是都很快就得到了有效控制，这也意味着疫情对中国的影响也在持续大幅减弱。

中国新增新冠肺炎确诊、死亡人数（人）



北京、辽宁、新疆三地新增新冠肺炎确诊人数（人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

概要

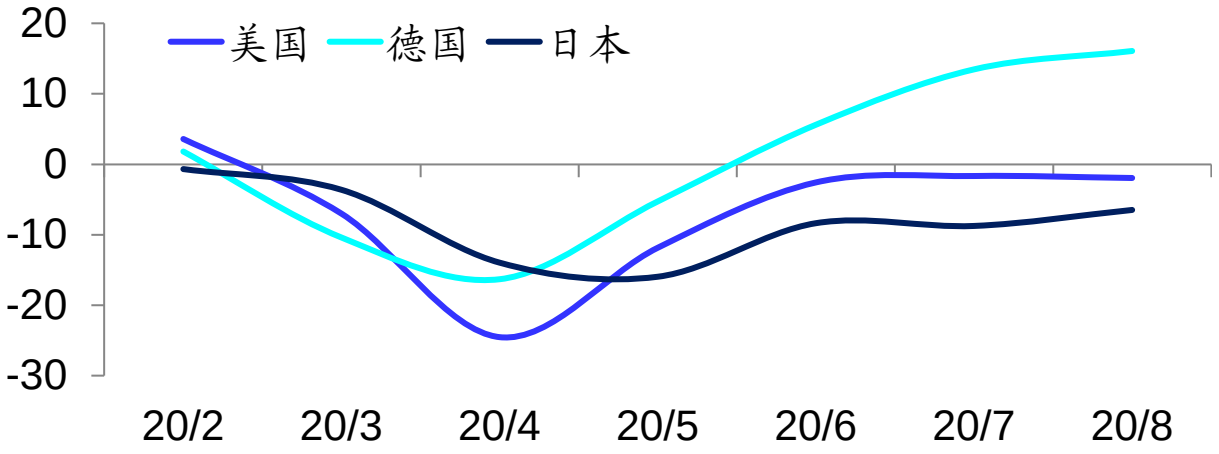
1. 疫情影响持续减弱
2. 全球复苏外需改善
3. 中国经济率先复苏
4. 宽松货币何时退出

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

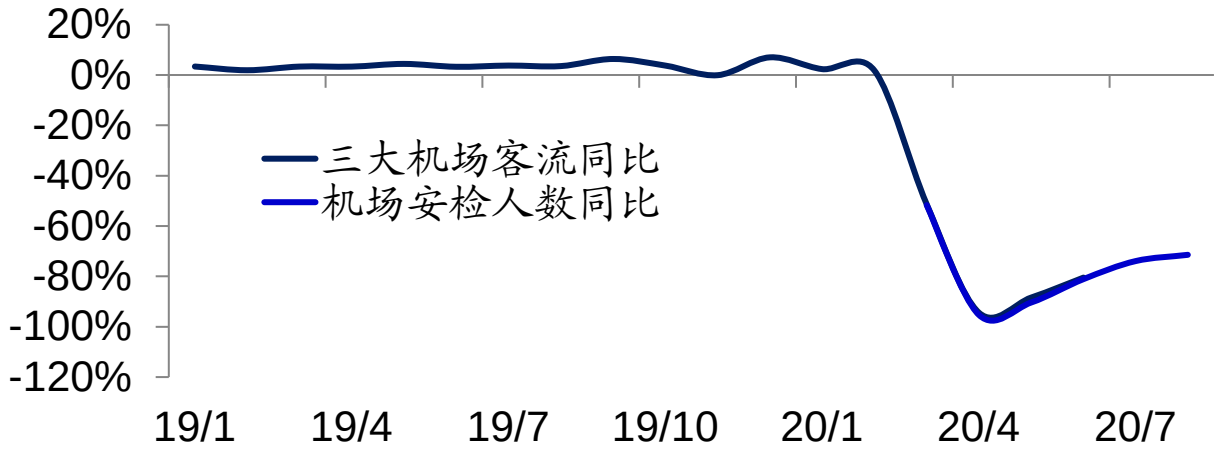
人口流动性逐渐恢复

随着疫情影响的减弱，人口的流动性也开始恢复。谷歌人口流动性报告显示，美日德流动性冻结最严重的时期是今年的4、5月份，这恰好也对应了上述全球和美国的新冠死亡率的顶峰时期。而从5月份开始，美日德各国的人口流动性已经先后出现了改善，并且一直持续至今。此外，即便是冻结最严重的航空出行，从5月份开始，机场客流开始缓慢恢复，进入8月份以后，美国机场安检人数同比降幅已经缩窄到70%左右。

谷歌美国、德国、日本流动性变化（%）



亚特兰大、洛杉矶、达拉斯三大机场客流，
美国机场安检同比



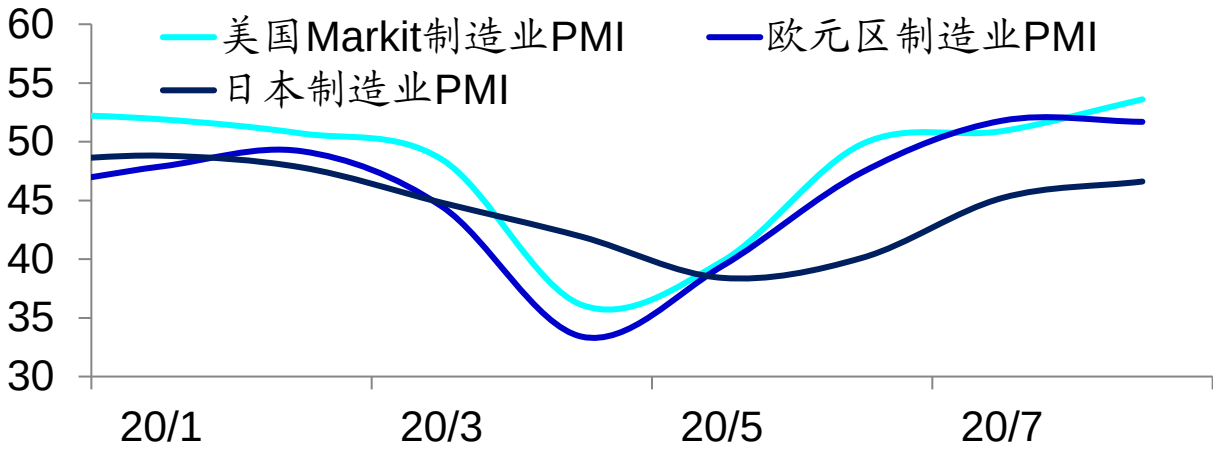
资料来源：Wind，Google，TSA，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

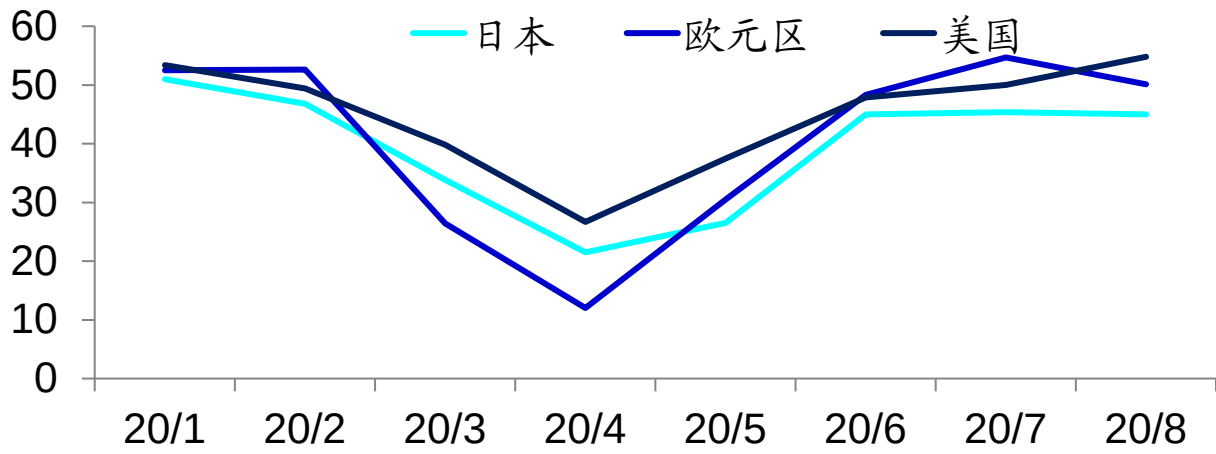
全球PMI回升

人口流动性的变化直接影响到了经济的变化。在4、5月全球流动性冻结最严重的时期，也是全球经济衰退最严重的时期，当时全球以及美日欧的制造业PMI指数均大幅跳水。但之后随着人口出行的逐渐恢复，全球经济已经悄然进入了复苏模式，到7、8月份，除了日本以外，美欧的制造业PMI指数均回升到了50以上的扩张区间，全球制造业PMI指数也首度回升到50以上。即便是受疫情影响最严重的服务业，随着人口流动性的改善，在5月份以后美日欧的服务业PMI指数也开始持续回升，7、8月份美欧的服务业PMI均超过50。

全球、美日欧制造业PMI（%）



美日欧服务业PMI（%）



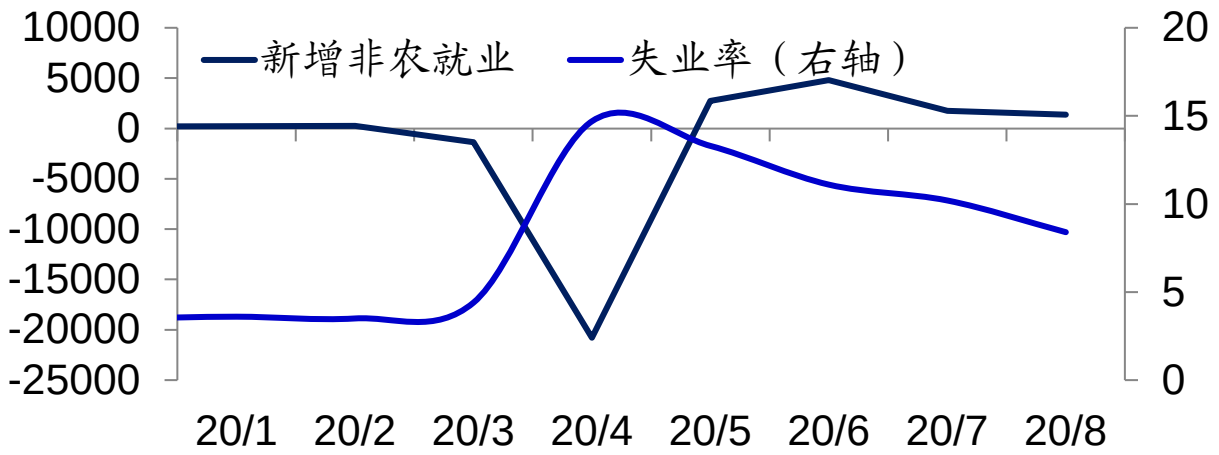
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

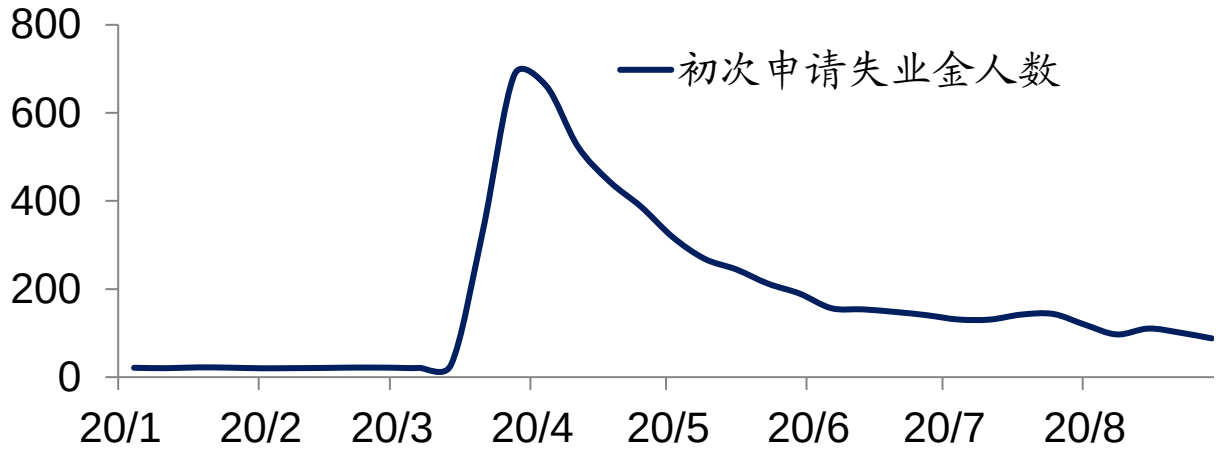
美国就业持续改善

随着人口出行的增加和经济活动的恢复，美国的就业也开始改善。在疫情最严重的4月份，美国减少了约2100万个工作，但从5月份开始，美国4个月内恢复了1060万个工作机会，其失业率也从最高的13.3%降至8.4%。

美国新增非农就业，失业率（千人，%）



美国初次申请失业金人数（万人）



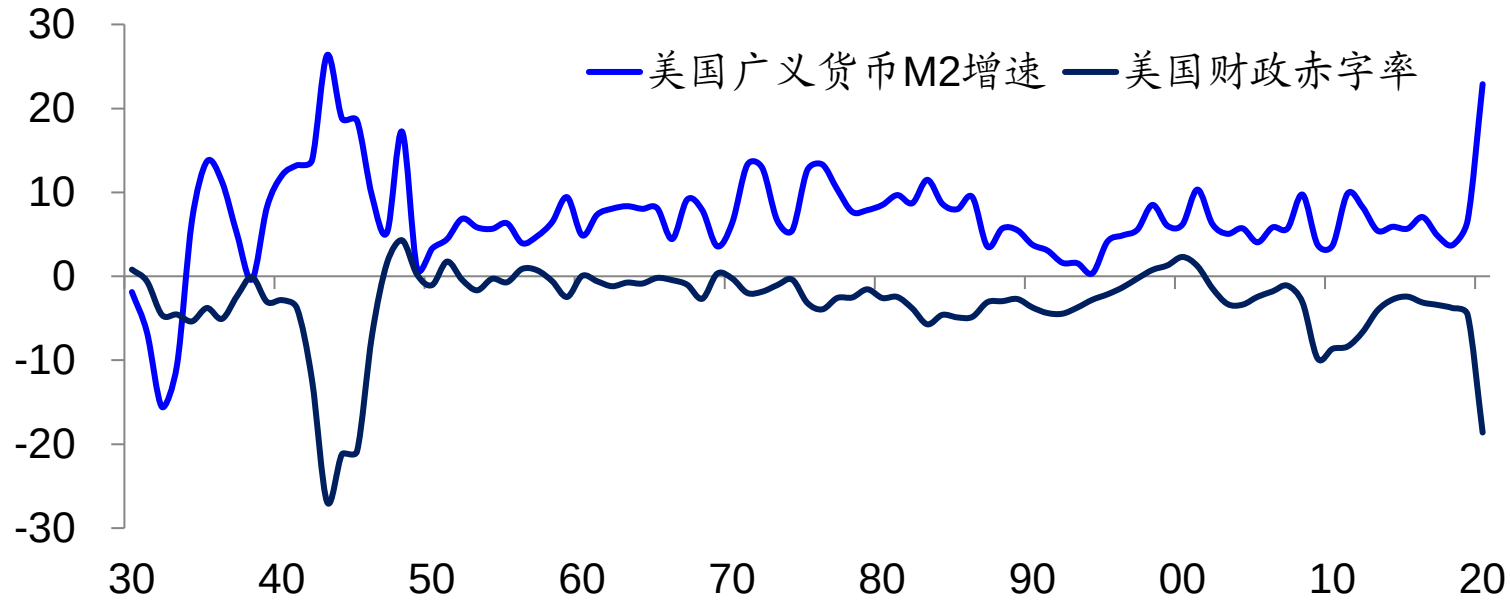
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

财政货币巨额刺激

与此同时，为了应对疫情的冲击，全球主要国家都出台了史无前例的财政和货币刺激政策。以美国为例，到目前为止，已经出台了4轮财政刺激计划，合计的财政刺激总规模达到3万亿美元，占美国19年GDP的比例接近15%。目前新一轮财政刺激计划正在讨论当中。为了配合财政刺激，美联储出台了不限量的量化宽松货币政策，今年以来购买了近3万亿美元的资产，其中主要就是购买美国国债。在巨额的财政和货币刺激之下，美国的广义货币M2增速已经创出了23%的76年新高。

美国广义货币M2增速，财政赤字率（%）



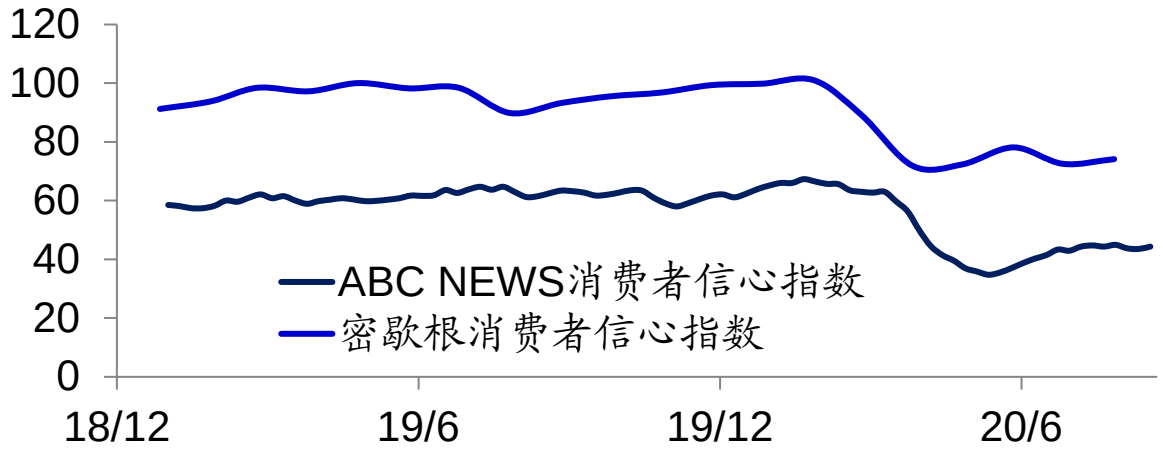
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

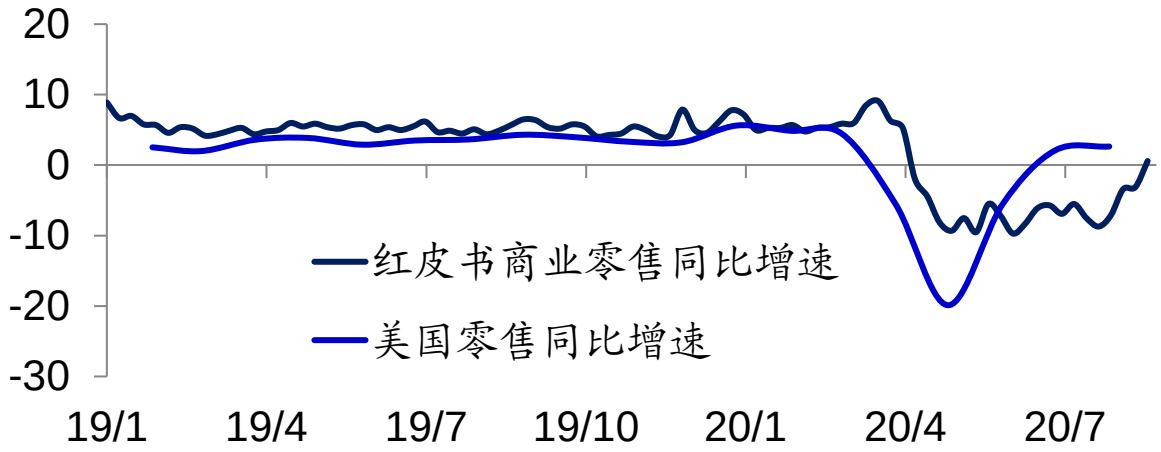
消费信心、增速回升

得益于巨额的财政货币刺激以及交通出行的恢复，美国的消费者信心指数在5月份以后已经出现了持续改善的迹象。在今年4月份疫情最严重的时期，美国零售总额同比降幅高达20%，但到了6、7月份，全国零售同比增速已经由负转正。从周度的红皮书商业零售数据来看，8月以来的零售仍在继续改善。

密歇根、ABC News消费者信心指数



美国零售、红皮书商业零售同比增速（%）



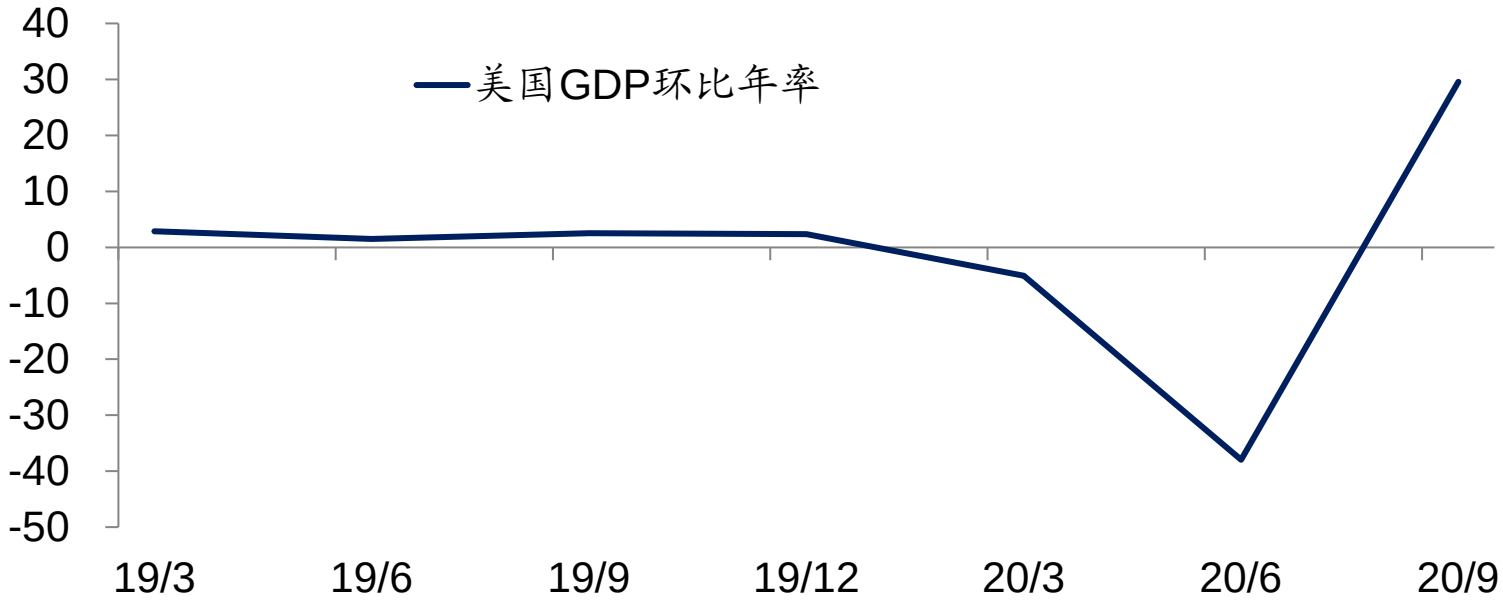
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

预计美国强劲复苏

消费是美国经济的主体，7月份以来美国的就业和消费持续改善，预示着3季度美国经济有望明显复苏。美国亚特兰大联储9月3日的预测显示，3季度美国GDP环比年率有望达到29.6%，这意味着美国3季度有望出现强劲复苏。

美国GDP环比年率及预测（%）



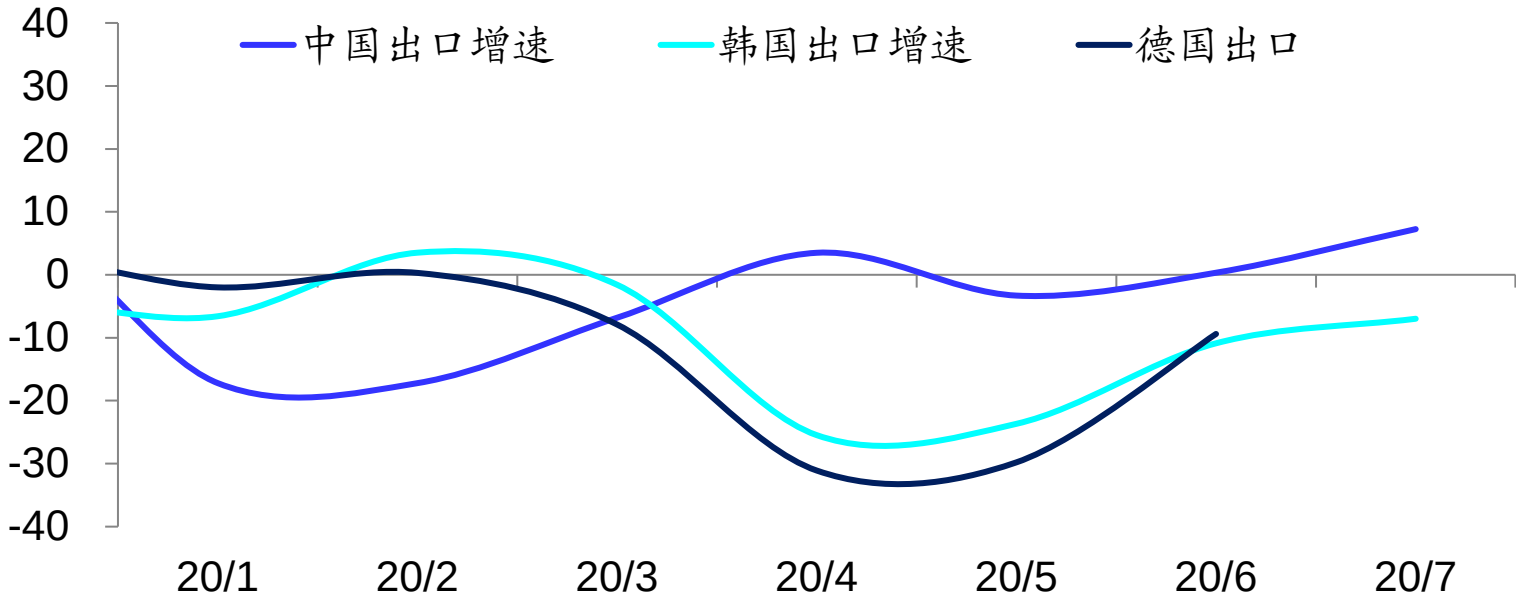
资料来源：Wind，美国亚特兰大联储，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

出口增速集体回升

美国是全球经济的龙头，其经济复苏意味着全球经济也有望走出疫情导致的衰退。从中国、德国、韩国等主要出口国家的外贸数据来看，在5月份以后的出口增速均出现明显改善，这也从侧面印证了3季度全球经济正在逐渐复苏，并且拉动了全球出口的改善。

中国、韩国、德国出口增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

概要

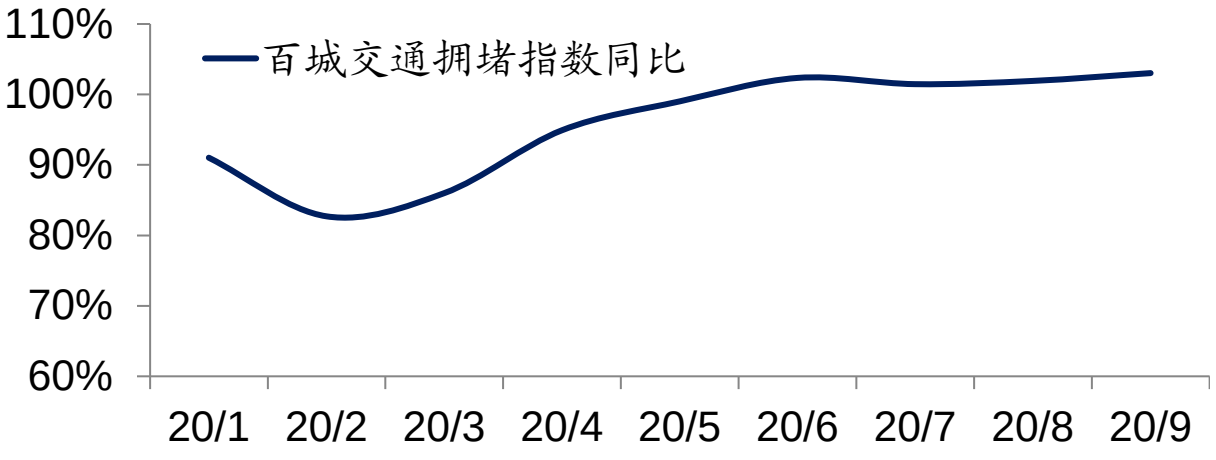
1. 疫情影响持续减弱
2. 全球复苏外需改善
3. 中国经济率先复苏
4. 宽松货币何时退出

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

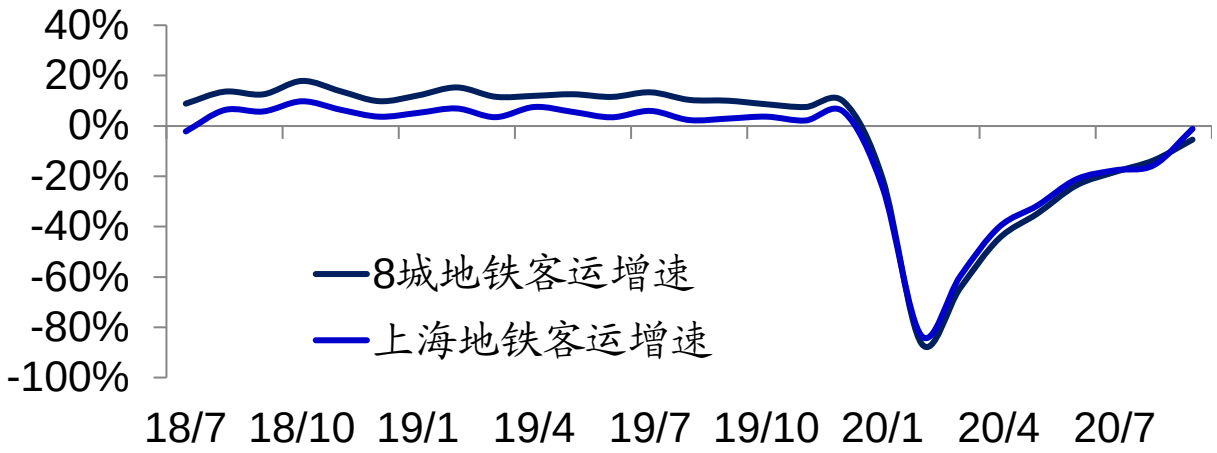
市内出行率先恢复

在疫情最严重的2月份，中国的所有出行全部大幅下滑。但从3月份开始，各类出行开始陆续恢复。其中，市内驾车出行是最先恢复正常的，高德百城拥堵指数在4月份就基本恢复到了正常月份的水平。随后，以地铁为代表的市内公交出行也开始明显恢复。我们统计的北上广深等8城地铁客运数据显示，2月份的8城地铁客流同比降幅超过80%，到8月降幅已经不到20%，9月初已经恢复到去年同期的水平。

高德百城拥堵指数同比



8城地铁客运增速、上海地铁客运增速



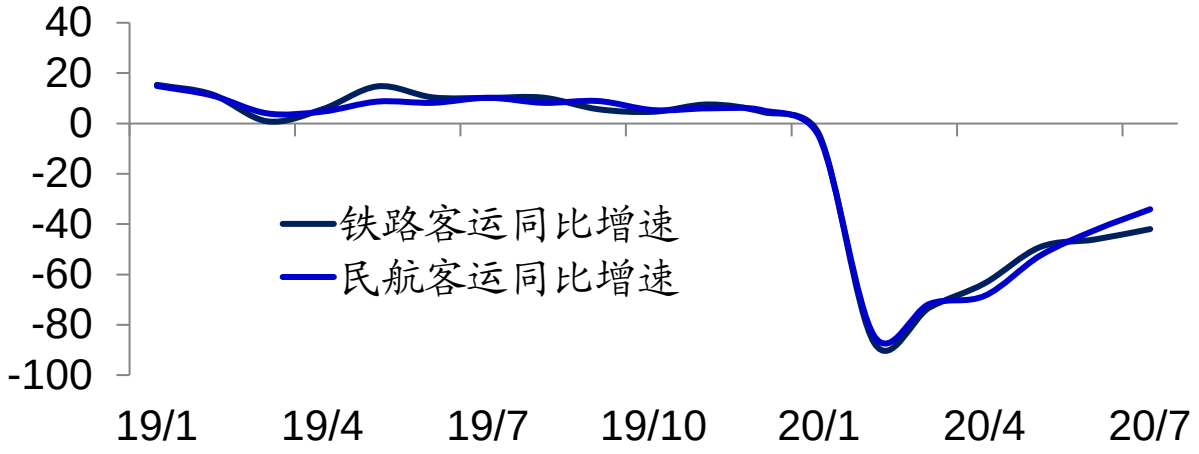
资料来源：Wind，高德，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

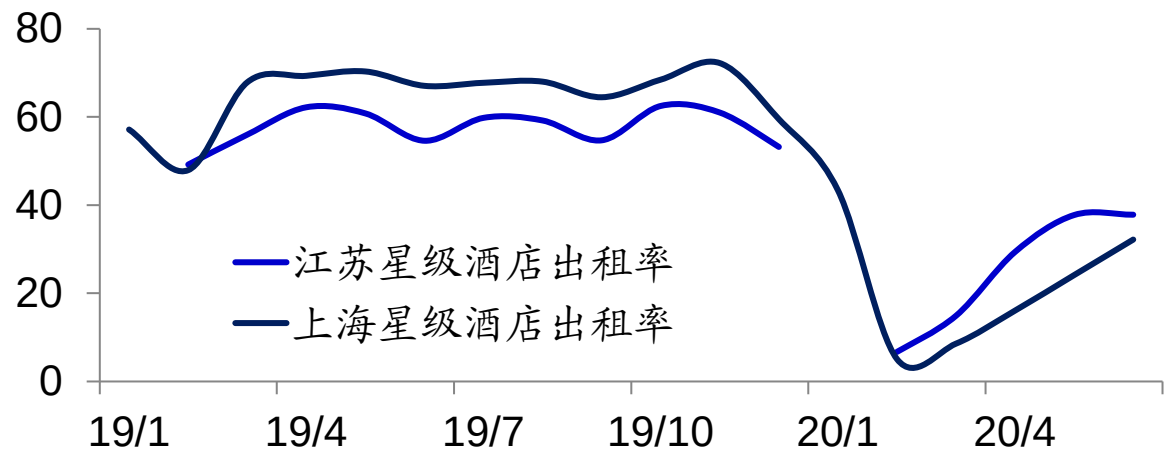
远途出行缓慢复苏

之后，远途出行的铁路和民航客流也开始恢复。今年2月份，中国民航客运同比降幅高达84.5%，铁路客运同比降幅高达87.2%，到7月份的全国民航客运同比降幅缩窄至34.1%，铁路客运同比降幅缩窄至40%左右。伴随着远途出行的恢复，酒店出租率也开始回升，江苏和上海的星级酒店出租率在2月份最低的时候只有5%左右，到6月份均恢复到了30%以上。

铁路、民航客运同比增速（%）



江苏、上海星级酒店出租率（%）



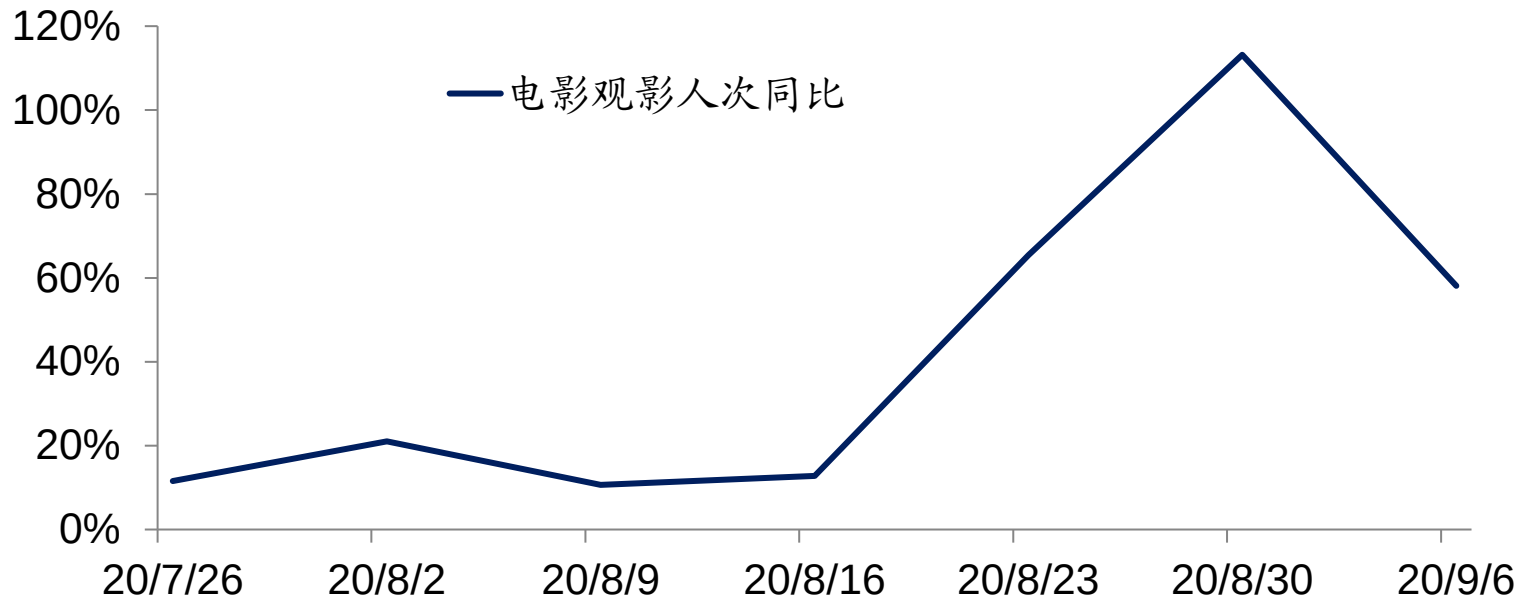
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

电影行业迅速解冻

而即便是人流最密集的电影行业，在7月下旬也开始逐渐解封，观影人次开始逐渐恢复，8月以来的日均观影人次约为304万，相当于去年同期的42%左右。8月下旬以来的日均观影人次约为609万，相当于去年同期的84%。

全国电影观影人次同比



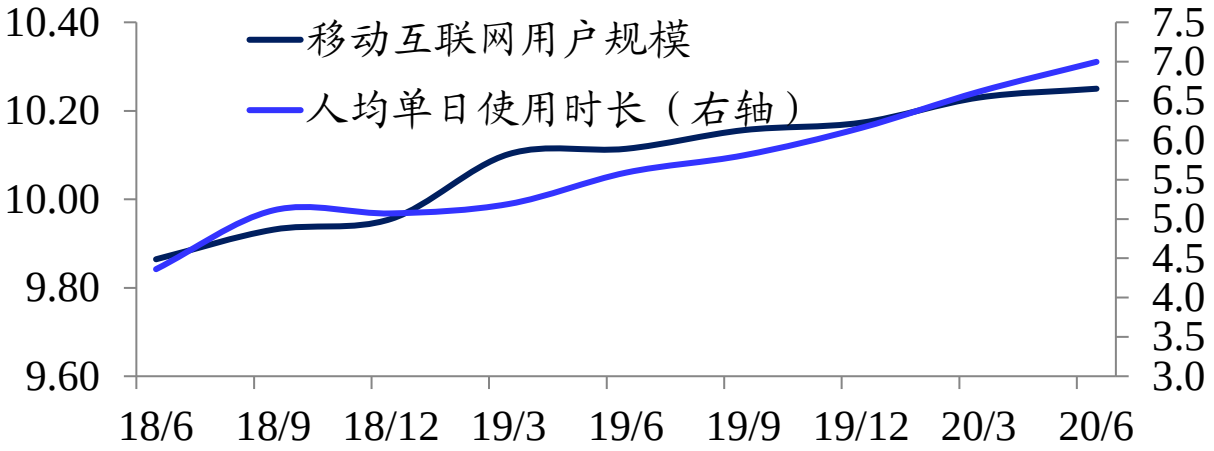
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

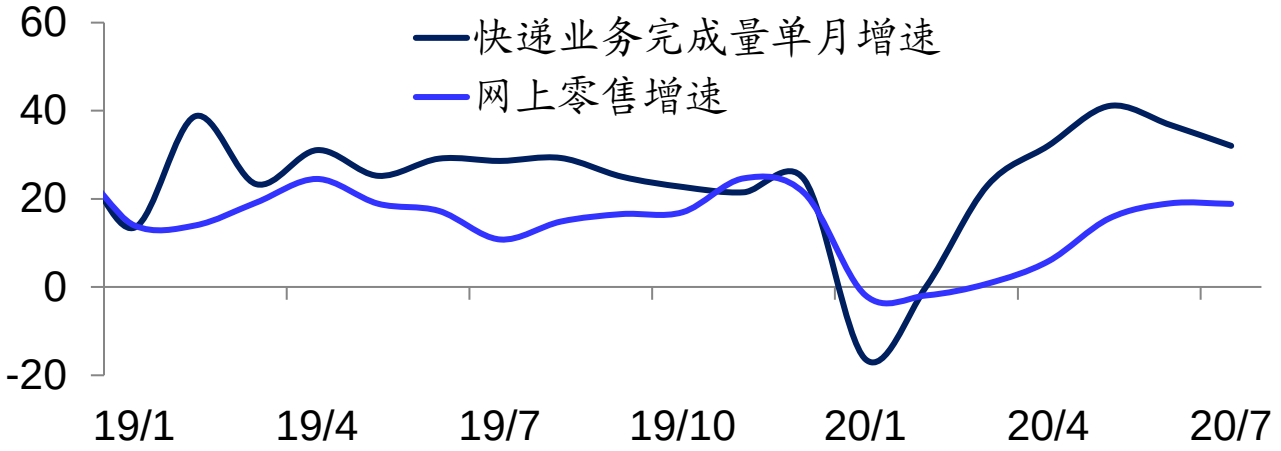
网上经济保持高增

随着人口出行的恢复，中国经济也开始了复苏。在所有行业中，表现最好的是网上经济，因为其完全不受疫情导致的出行限制的影响。易观千帆的数据显示，无论是我国的移动互联网用户规模还是人均单日使用时长，均在20年上半年持续增长。网上经济蓬勃发展的一个重要体现是网上零售的高增长。今年的网上零售只是在前两月出现了小幅的负增长，在3月份的增速就由负转正，到7月份的增速已经接近20%。与之相对应的是，全国快递业务完成量在1月出现了负增长，但2月就由负转正，4月以来的增速均超过30%。

移动互联网用户规模、人均单日使用时长（亿人、小时）



快递业务完成量、网上零售增速（%）



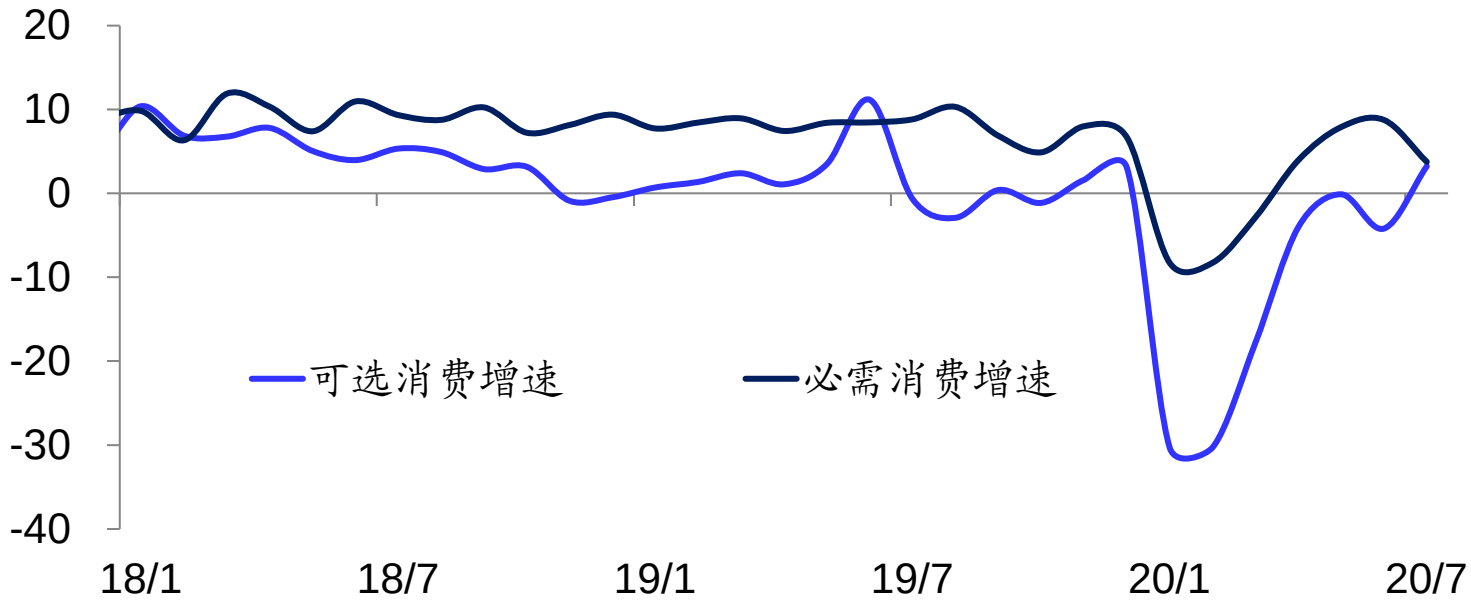
资料来源：Wind，易观千帆，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

线下：必需消费最早复苏

在传统经济中，最早复苏的是必需消费，主要包括食品饮料、服装和日用品等。虽然在疫情期间限额以上必需消费也一度出现了个位数的下降，但从4月份开始必需消费增速就率先由负转正。包括汽车、家具、家电在内的可选消费受到疫情的冲击相对较大，今年前两月的限额以上可选消费降幅超过30%，而且在整个上半年都维持了负增长。但在7月份，得益于汽车消费的大幅回升，可选消费增速也由负转正。

限额以上可选、必需消费增速（%）



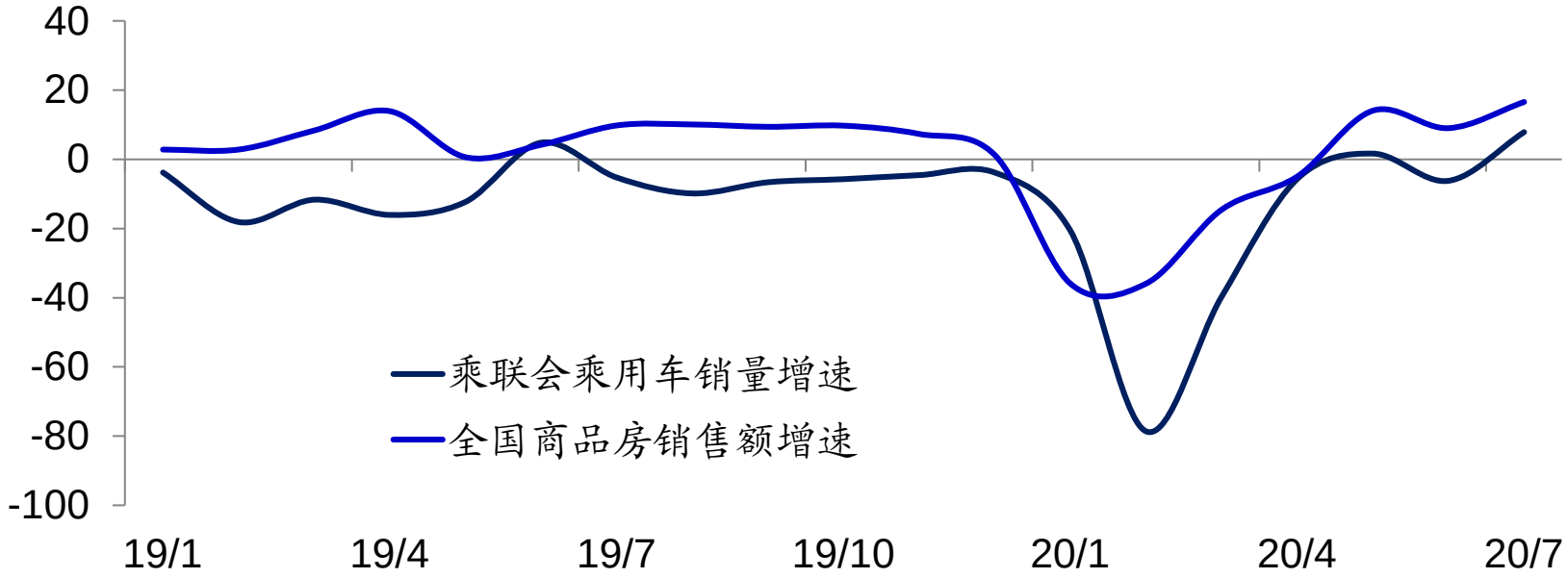
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

可选消费：房车销售集体转正

住房和汽车是最大的两类可选消费，我们看到，从3月份开始，这两大可选消费的降幅开始缩窄，而且住房消费的复苏还要领先于汽车消费，4月份全国商品房销售额同比增速就率先由负转正，到7月份的增速已经升至16.6%，而7月的全国乘用车销售增速也达到7.7%。

乘联会乘用车销量增速、全国商品房销售额增速（%）



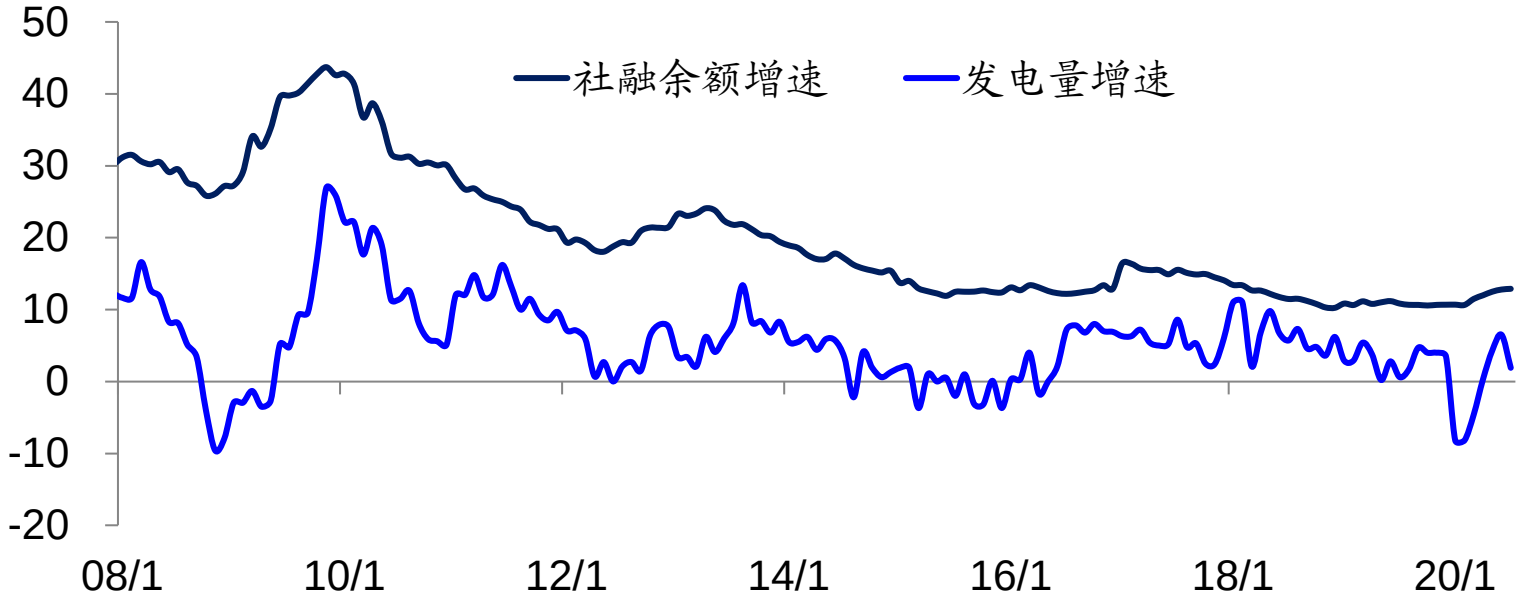
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中国：融资领先经济增长

在货币层面，也可以找到经济复苏的线索。首先，历史数据表明，社会融资总量余额增速是决定中国经济走势的重要领先指标，在08年之后，中国经济曾经出现过3轮经济复苏，在每一轮复苏之前的一到两个季度，都提前出现过社融增速的回升。这一次也不例外，在3月份社融增速开始回升，同时发电量增速也从底部开始反弹。

中国社融余额、发电量增速（%）



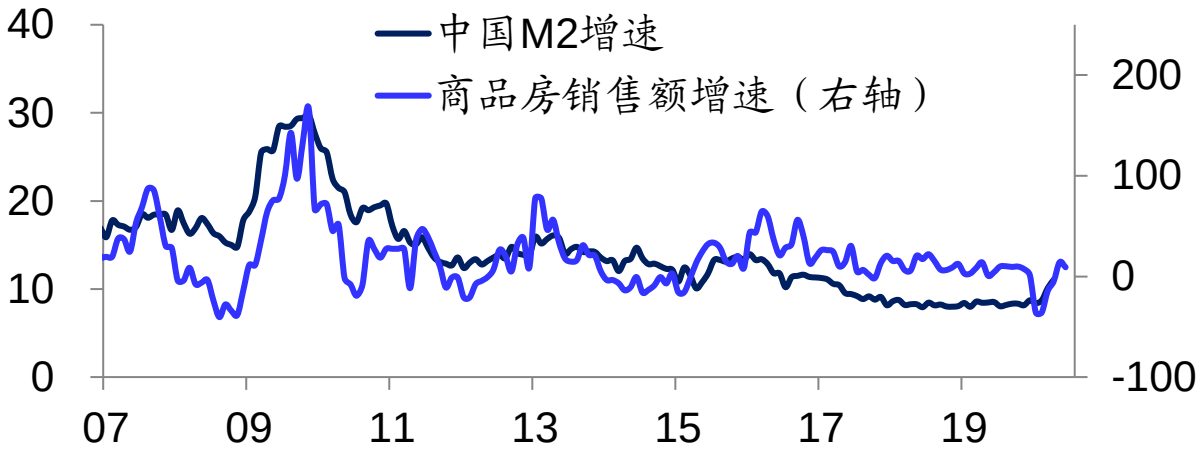
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

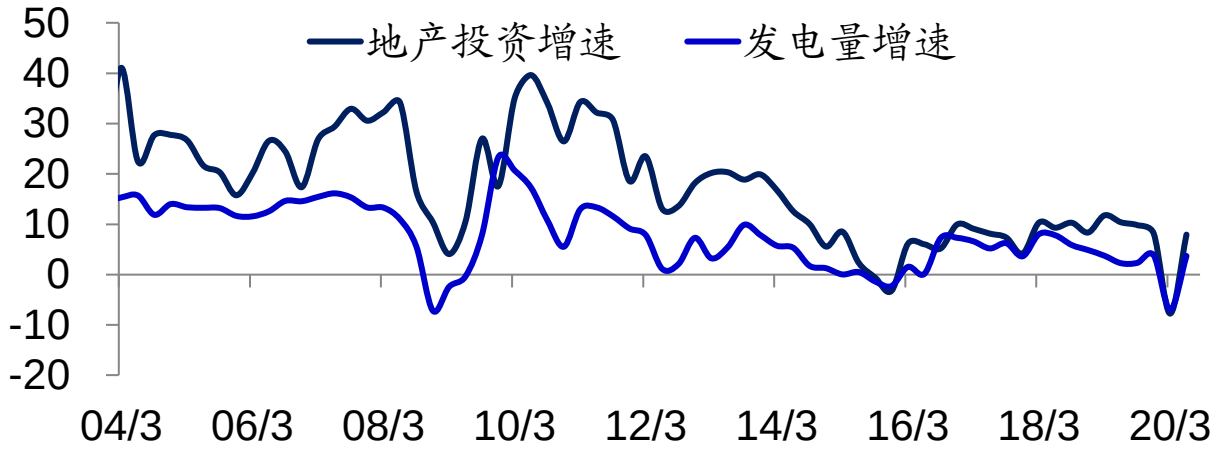
地产拉动依然有效

为什么货币对拉动中国经济依然有效，原因在于到目前为止，货币依然可以拉动房地产销售，今年7月份的房地产销售额增速已经升至16.6%，领跑各项经济指标。而房地产投资依然是决定当前中国经济走势最重要的指标，其与发电量增速的走势高度一致。而在房地产销售改善之后，房地产投资也有望保持高位增长，这意味着工业经济有望继续复苏。

中国M2增速、商品房销售额增速（%）



地产投资增速、发电量增速（%）



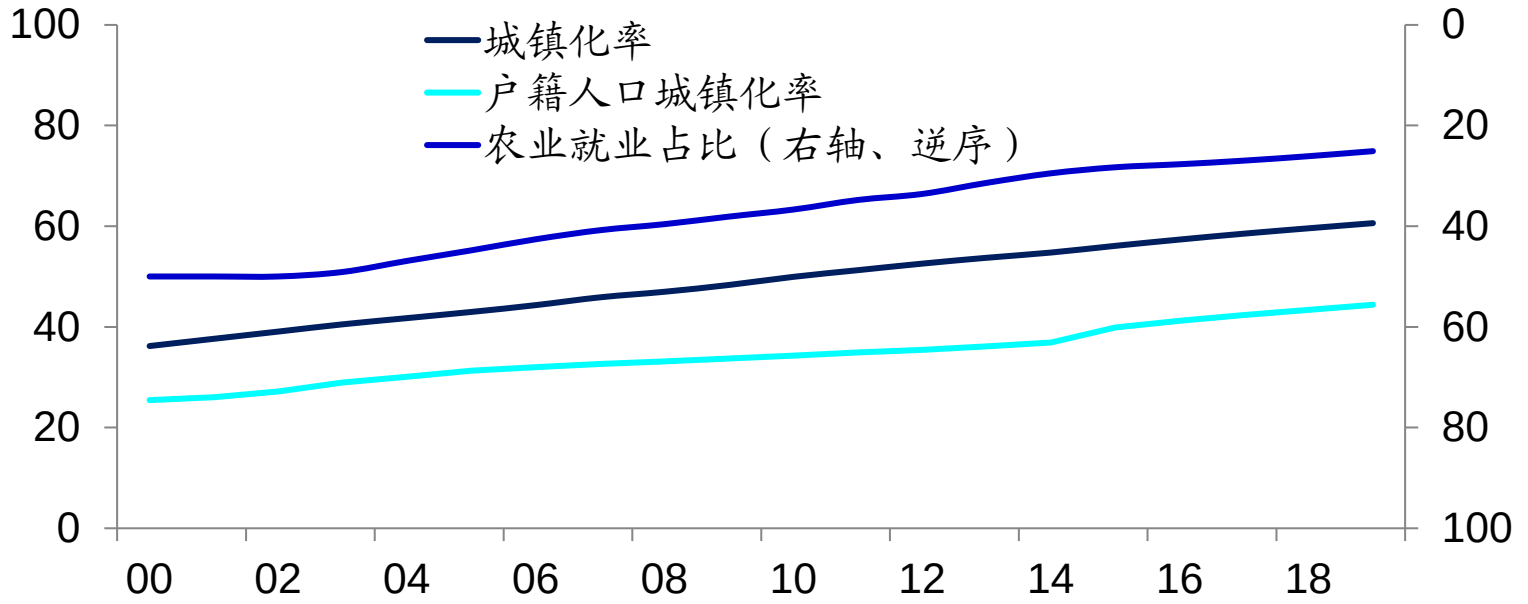
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

城市化未结束，地产周期未完

虽然大家都不太喜欢房地产拉动经济发展的模式，但现实的情况是，中国的房地产周期依然没有结束。从长期来看，中国目前的城镇化率为60%，而成熟期的城市化率通常为80%以上。目前中国农业就业人口占比超过20%，未来随着农业就业人口占比的进一步下降，城镇化率仍有提升空间。与此同时，由于户籍制度的限制，目前我国的户籍人口城镇化率仅为44%，而随着政府放开中小城市落户的限制，户籍人口城镇化率提升的空间更大，这有助于都市圈和城市群的发展。只要人口还在向城市和都市圈迁移，房地产周期就没有结束，而且人口的聚集可以带来相关的需求和产业，从而拉动中国经济发展。

中国城镇化率、户籍人口城镇化率、农业就业占比（%）



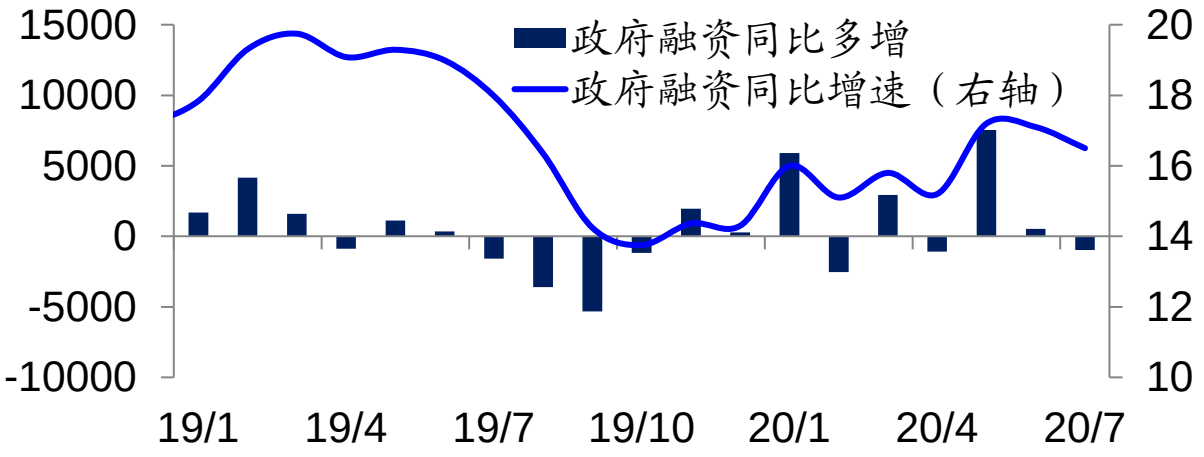
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

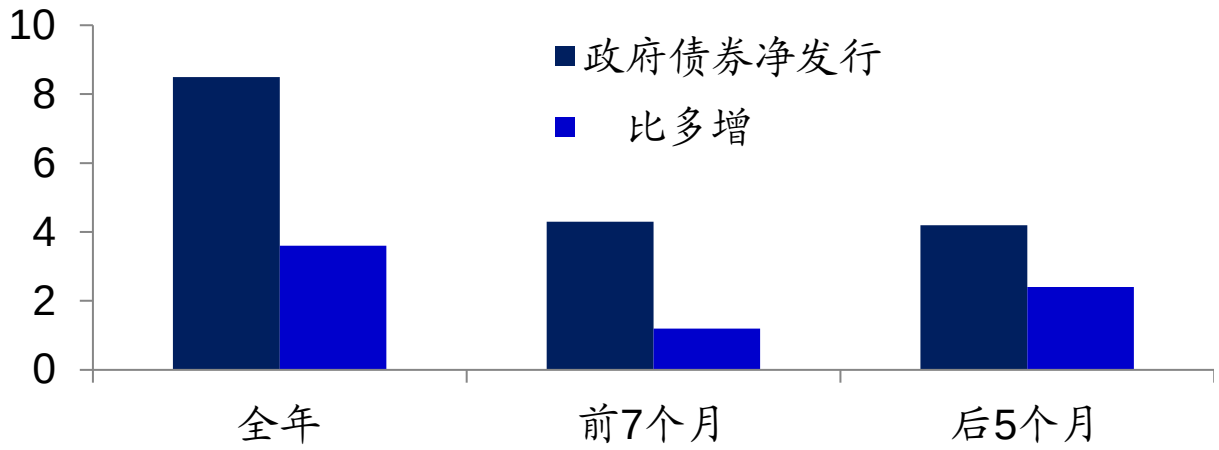
政府融资短降，后续大幅多增

7月份广义货币M2增速的回落引发了市场担心。但从货币创造的结构来看，我们认为7月广义货币增速的回落只是短期现象。理由在于，7月份社融中的政府融资其实是巨大的拖累，同比减少了1000亿，政府融资增速也从17.1%降至16.5%。但是按照今年政府预算的规划，全年政府债券的计划发行总额为8.5万亿，同比多增3.6万亿。而前7个月发行了4.3万亿，同比仅多增1.2万亿。这意味着后5月的政府债券还将发行4.2万亿，同比多增2.4万亿，仅政府融资发行的多增就足以拉动未来5个月的社融增速继续上行1%左右。

政府融资同比多增额、同比增速（亿元、%）



政府债券全年净发行与同比多增，前7月及后5月（万亿）



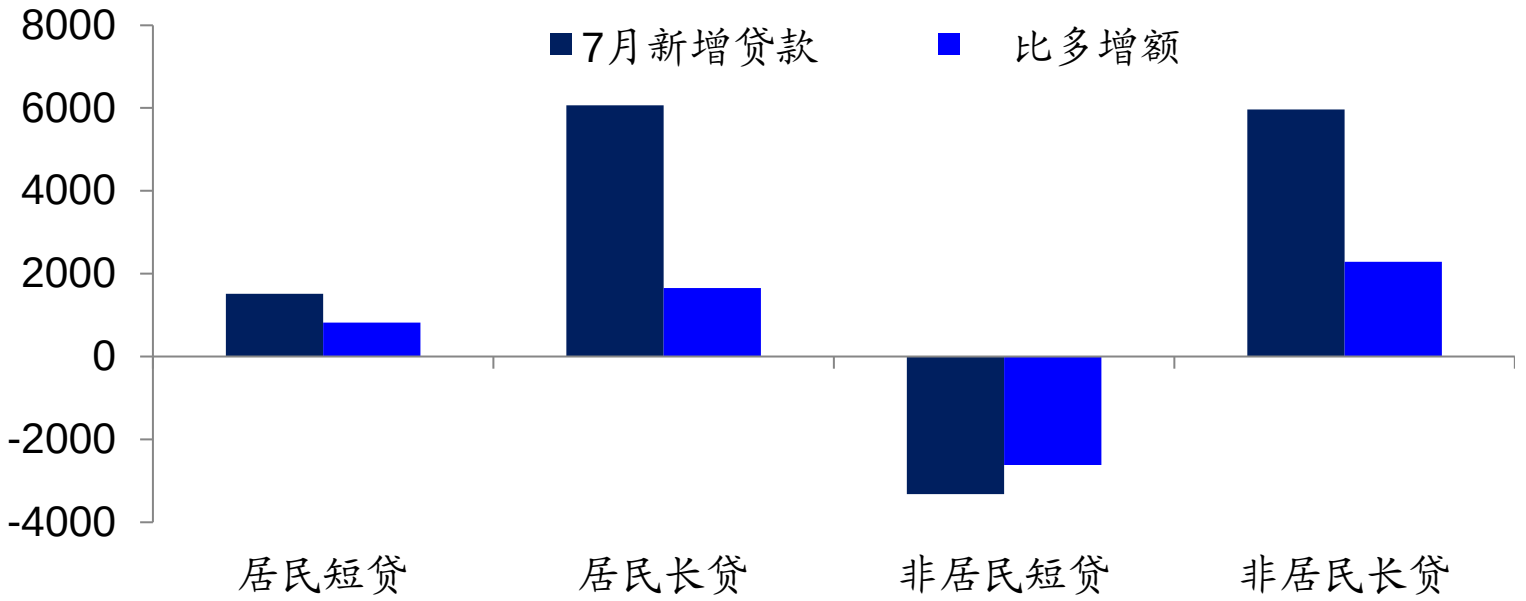
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

短期贷款减少，长期贷款增加

7月融资中的另一重要拖累是企业短期融资的萎缩，7月企业短期类融资减少了3300亿，同比多减2600亿。在今年上半年抗疫过程当中，政府发放了大量应急性的短期贷款，未来随着时间到期，这些贷款可能会逐渐退出，从而拖累社融增速和货币创造。但另一方面，7月份居民和企业的中长期贷款均大幅多增。其中居民部门新增中长期贷款6067亿，同比多增1650亿；企业部门新增中长期贷款5968亿，同比多增2290亿。中长期贷款的多增弥补了企业短期贷款的下降，使得7月的贷款总量依然保持多增。

7月贷款分类新增、同比多增额（亿元）



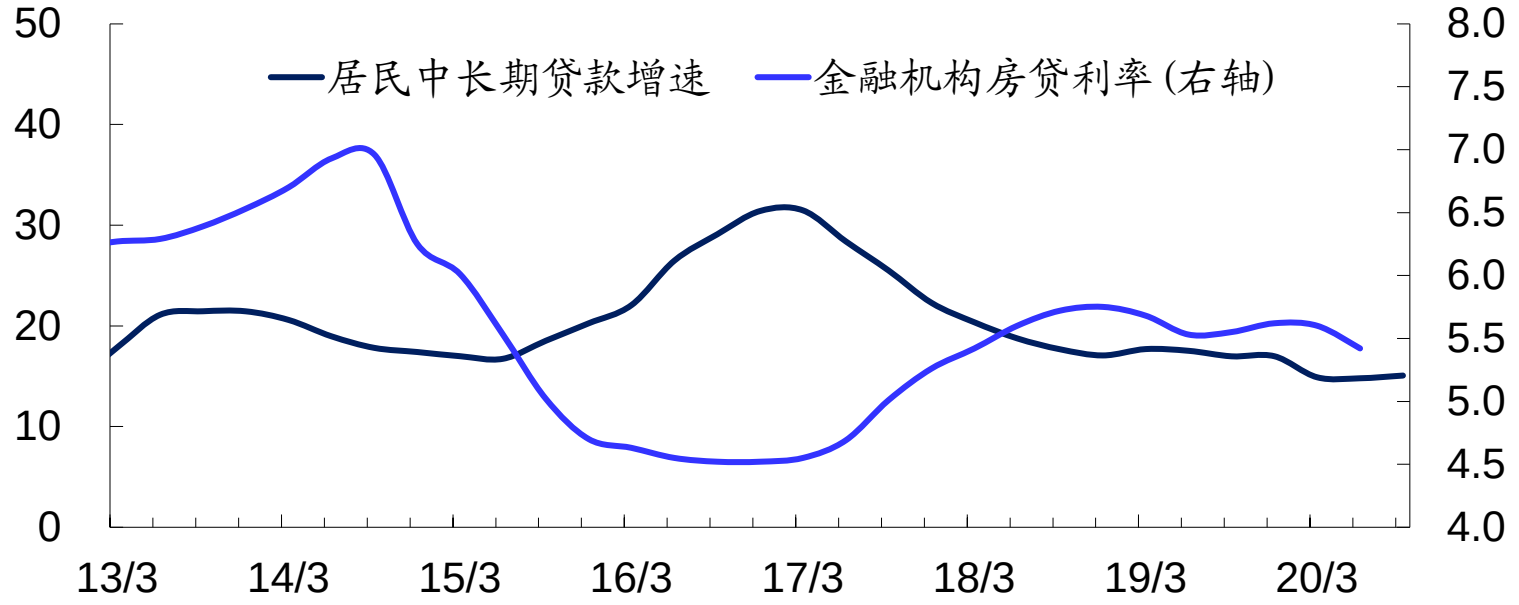
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

居民融资有望止跌

其中，居民部门的中长期贷款主要是住房贷款，过去几年因为去杠杆的原因，居民房贷利率持续上行，导致了居民房贷增速的下降。而今年以来居民房贷利率略有下降，有助于居民中长期贷款增速的止跌回升。

居民中长期贷款增速、房贷利率（%）



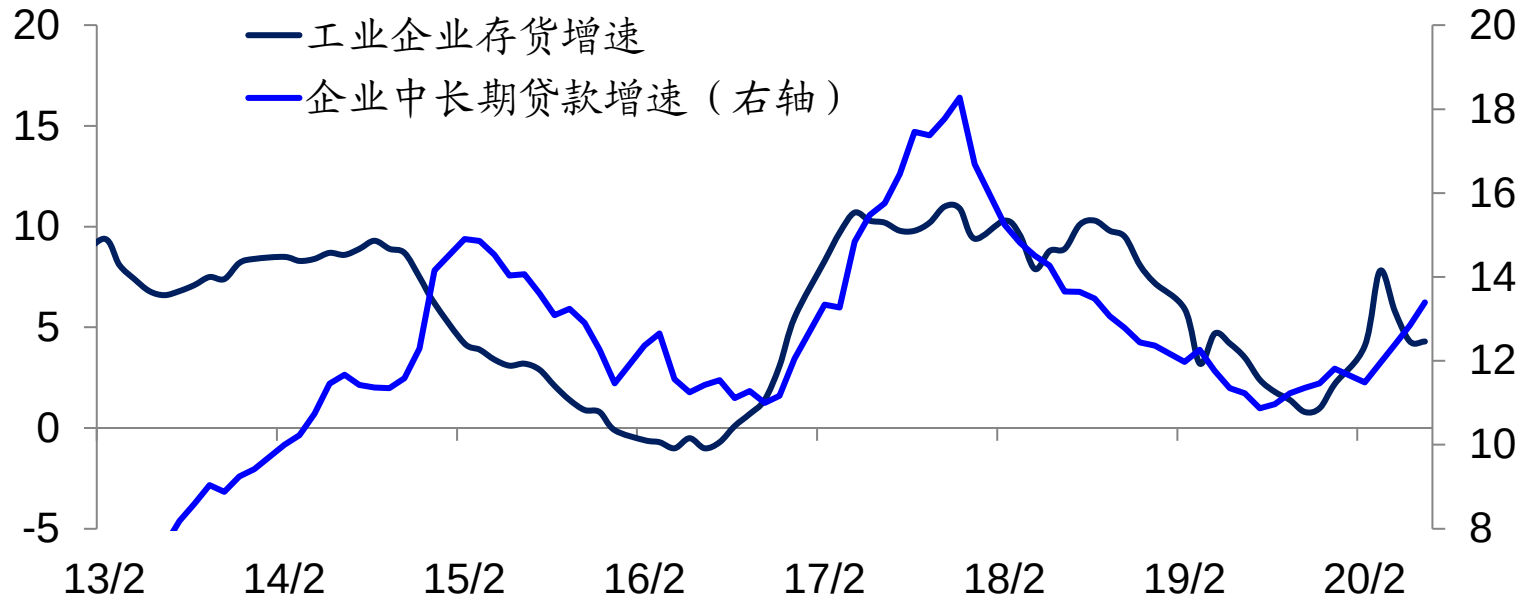
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

库存周期重启，支撑企业融资

在企业部门，其中长期贷款增速与库存周期保持高度一致。上一轮的去库存周期始于17/18年，随着去库存的开始，企业也减少投资，其中长期贷款增速持续下行。而从19年中期开始，库存周期见底回升，企业中长期贷款增速也重新上行。期间虽然因为疫情的原因导致了库存周期的短期中断，但目前随着疫情的平息，补库存周期已经重启，有望支撑企业中长期贷款增速继续回升。

工业企业存货增速、企业中长期贷款增速（%）



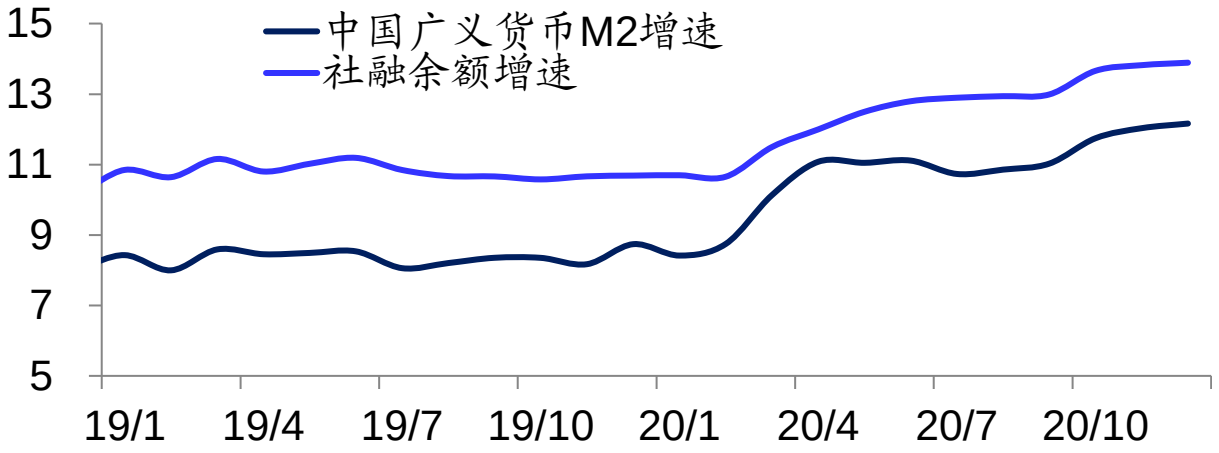
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

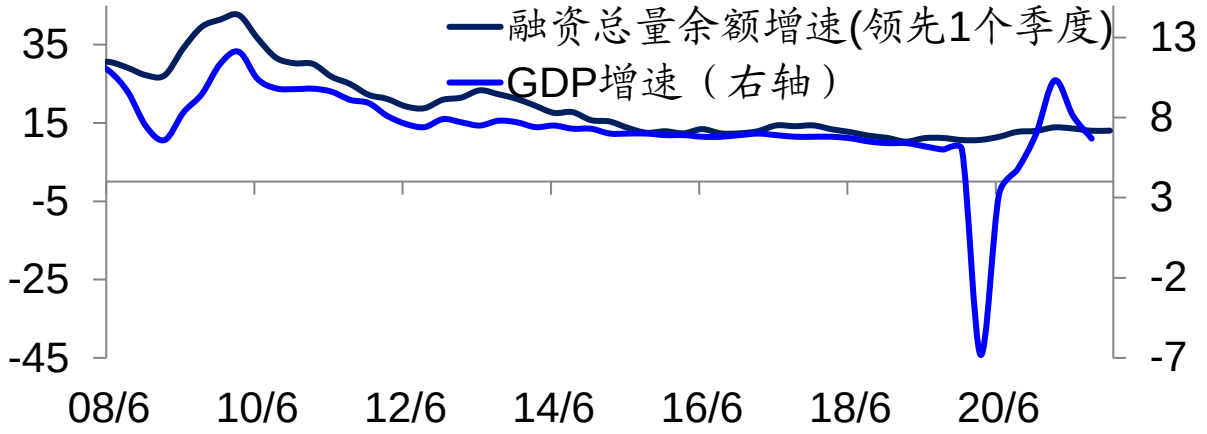
货币支撑经济复苏

因此，展望未来5个月，政府融资仍将大幅多增，而居民和企业的中长期贷款也有望继续回升，从而拉动社融增速继续上行。而社融增速仍是当前决定中国经济走势的最重要的指标，如果下半年的社融增速继续回升，那么就意味着不仅下半年的中国经济有望继续复苏，而且本轮经济复苏有望持续到2021年上半年。综合来看，无论是从疫情的影响人口流动性、经济的需求和生产、还是货币融资的回升，均印证未来全球和中国经济均有望迎来后疫情时代的复苏周期。

中国广义货币M2、社融余额增速预测（%）



融资总量余额增速、GDP增速及预测（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

概要

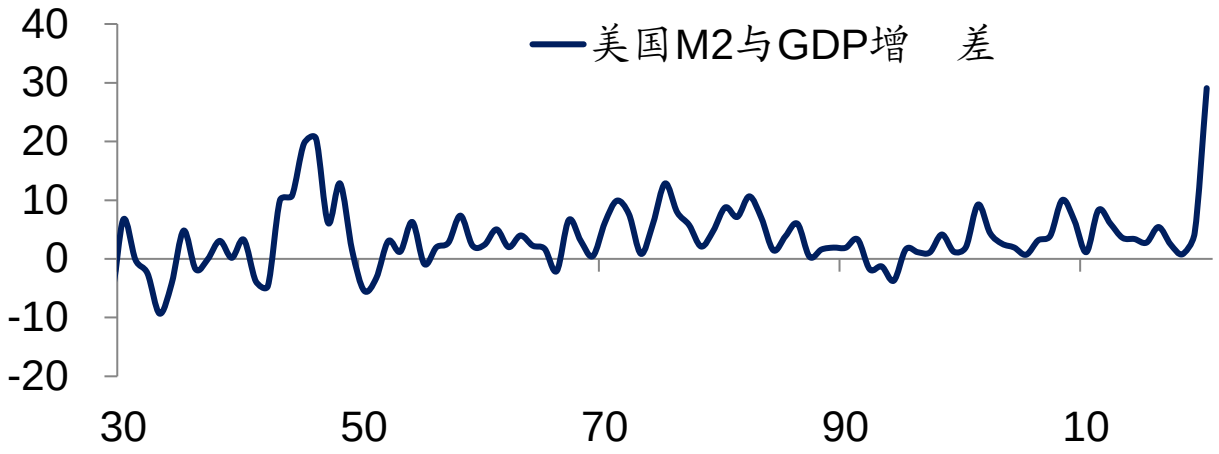
1. 疫情影响持续减弱
2. 全球复苏外需改善
3. 中国经济率先复苏
4. 宽松货币何时退出

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

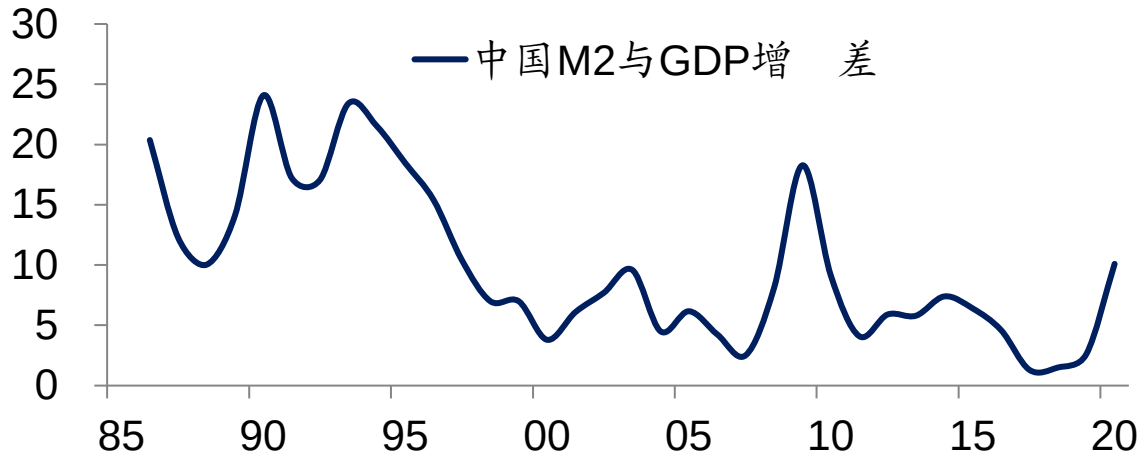
全球货币长期超发

一方面，疫情的影响正在消退，经济趋于复苏。另一方面，为了应对疫情，主要发达国家使用了巨额的货币和财政刺激，导致货币增速激增。以美国为例，IMF预计今年其GDP增速为-8%，但其广义货币M2增速已经高达23%，货币远超经济需要。而且我们发现，在纸币时代，货币超发是长期现象，美国自1933年退出金本位之后，过去的87年中有75年都是货币超发。在中国，由于疫情的原因，今年货币超发的程度在过去20年中将仅次于2009年。

美国广义货币M2与GDP增速差（%）



中国广义货币M2与实际GDP增速差（%）



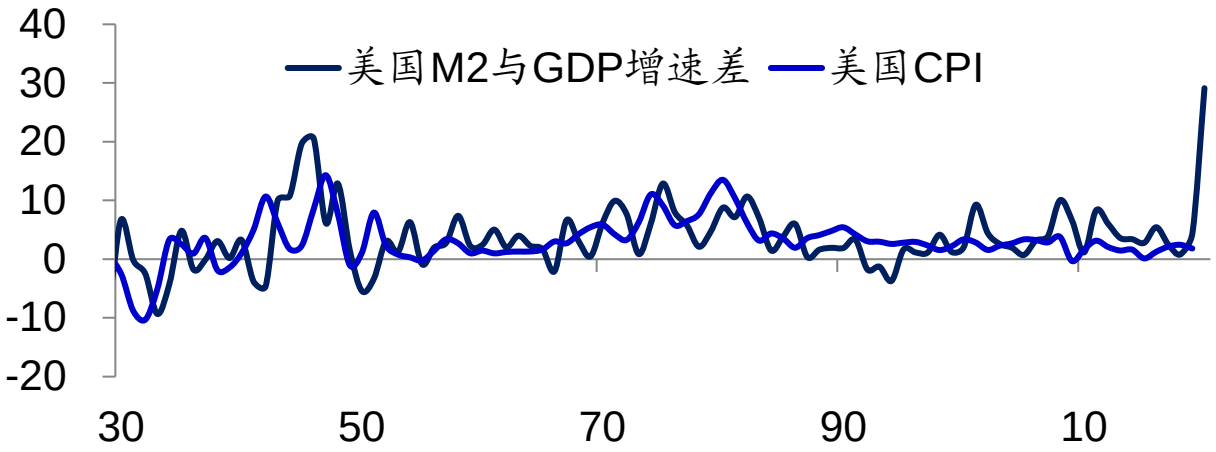
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

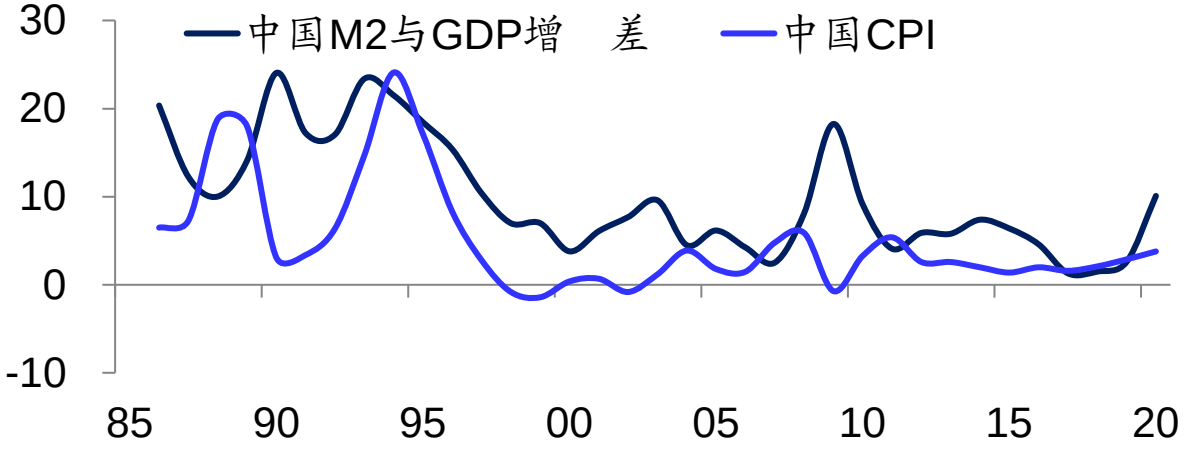
前期商品价格受益

既然纸币时代货币超发是长期现象，超发的货币都到哪里去了，哪一类资产最为受益？在美国退出金本位之后，从1930年代一直到1980年代，超发的货币首先体现为通胀的上行。1976年的诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼有一句名言：“一切通胀都是货币现象”！在中国的1980/90年代的工业化加速期，当时的货币超发产生了比较显著的通胀。但是在美国的1990年代和中国的2000年以后，货币超发依旧存在，但是通胀率大幅下降，货币超发不再体现为高通胀。

美国广义货币M2与GDP增速差，CPI（%）



中国广义货币M2与GDP增速差，CPI（%）



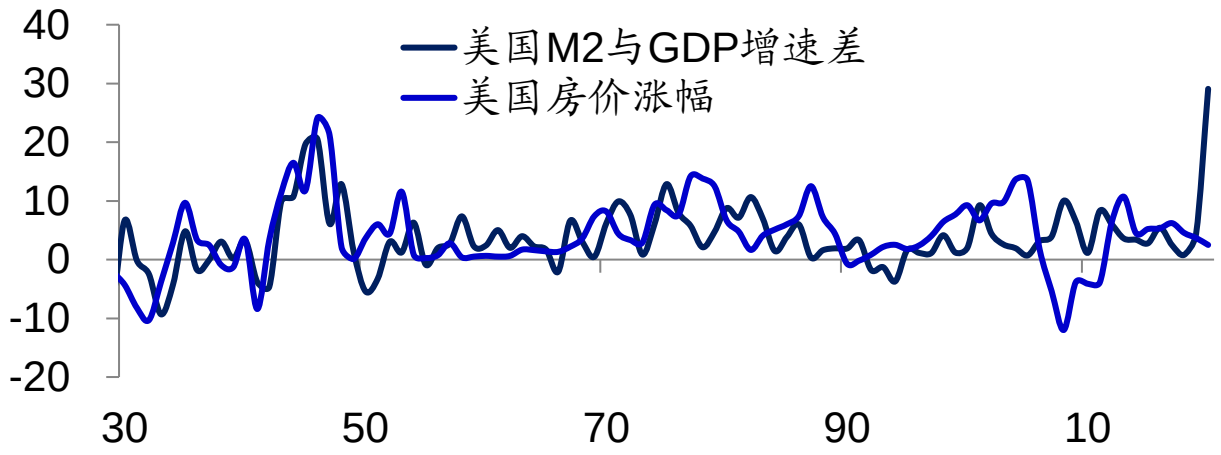
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

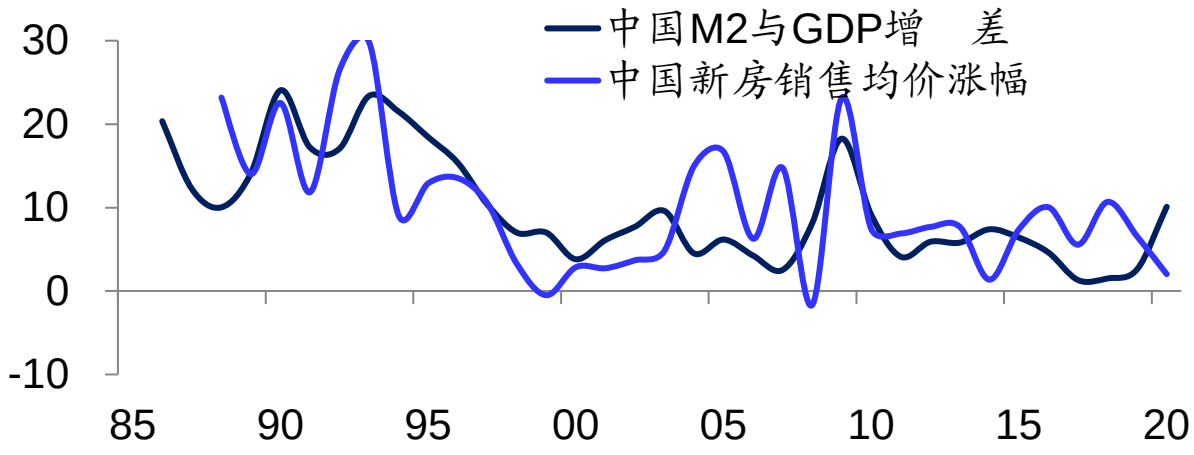
后期资产价格上涨

在美国，我们发现货币超发的另一个重要去向是房地产市场。从1933年美国退出金本位之后，货币的超增都伴随着房价的同步上涨。甚至在1990年代以后，即便超发的货币不再体现为通胀的上行，但房价依然在继续上涨。在2000年之后的中国，与货币超发关系最为密切的是中国的房价。除了房市以外，股市也是货币超发的重要受益者。

美国广义货币M2与GDP增速差、房价涨幅（%）



中国广义货币M2与GDP增速差，新房销售均价涨幅（%）



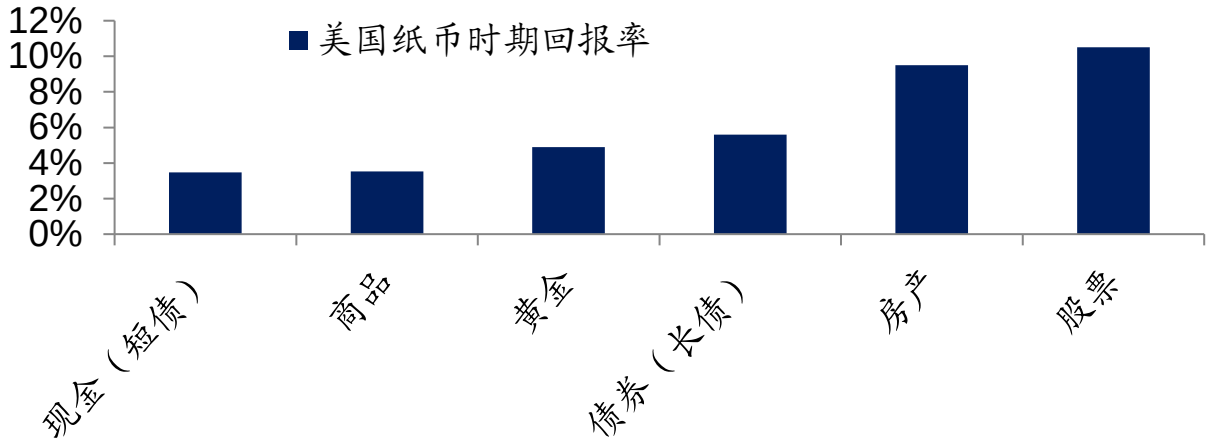
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

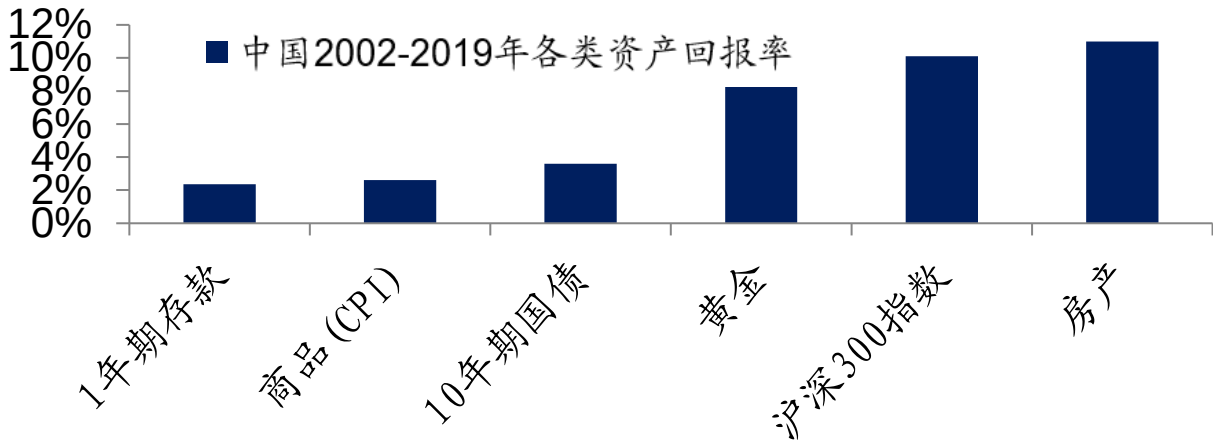
股房长期领涨，现金表现垫底

我们统计了美国纸币时代以及中国02年之后的各类资产回报率，发现了类似的结果。由于货币长期超发，长期看表现最好的两类资产是房产和股票，其年化综合回报率均接近10%。而长期国债和黄金的回报率排在中间，表现最差的是现金，无论美国还是中国，现金的长期回报率均跑输了通胀。

美国纸币时期各类资产回报率



中国2002-2019年各类资产回报率



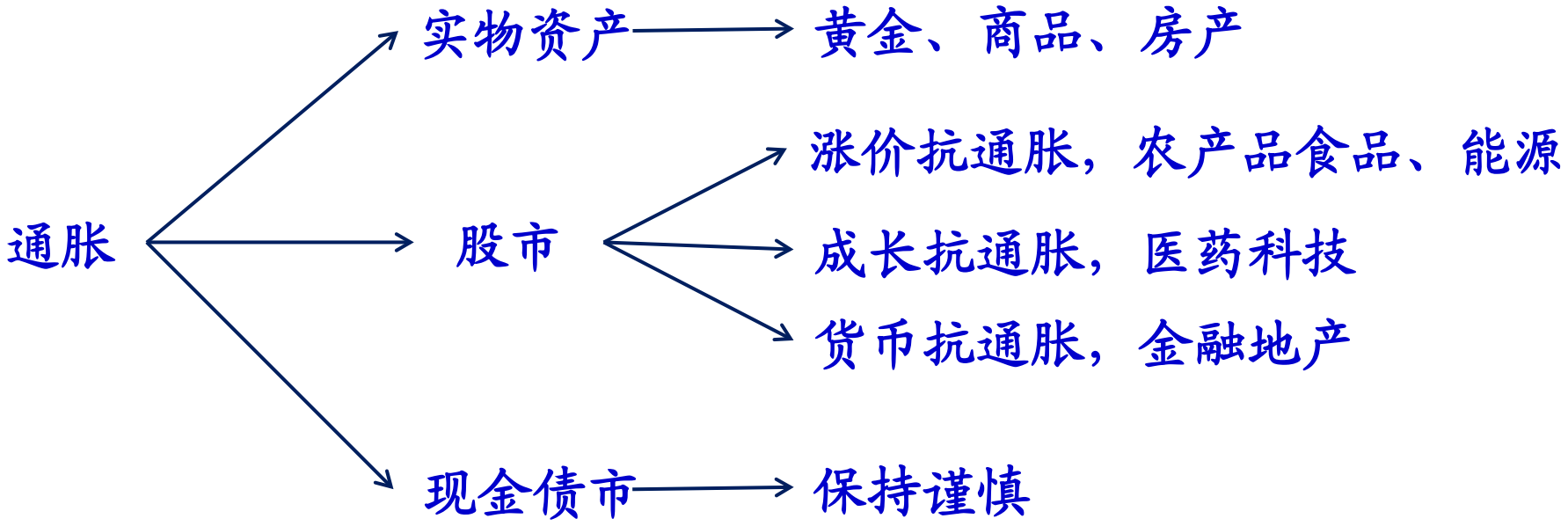
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

泡沫重来，远离现金

因此，在史无前例的全球政府举债和央行印钞的背景之下，货币趋于贬值，通胀预期重燃。相比于持有几乎没有回报的现金类资产，我们在4月份发布报告《全球放水、泡沫重来》，指出未来无论是持有优质的实物资产还是股票，应该会有更高的回报。

再通胀环境下的大类资产配置



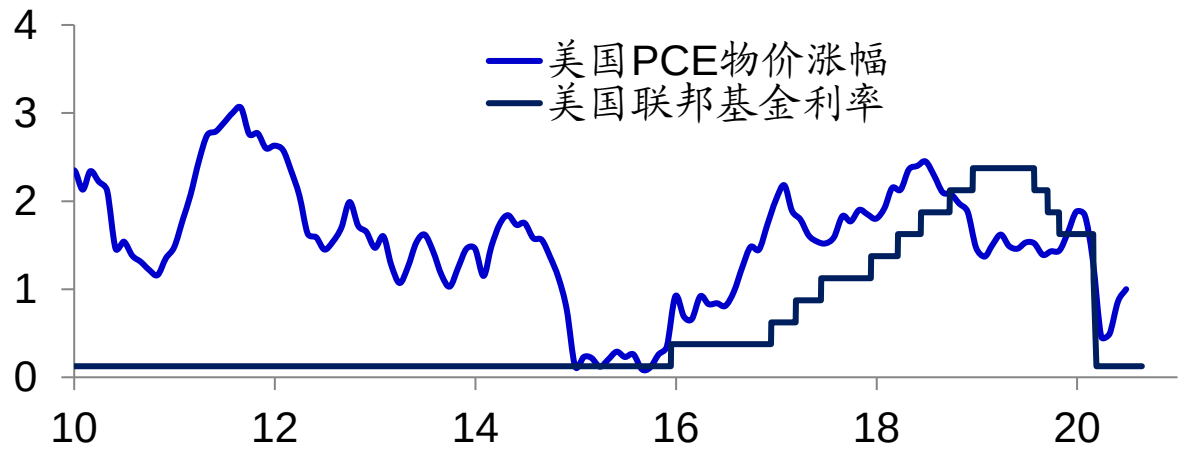
资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

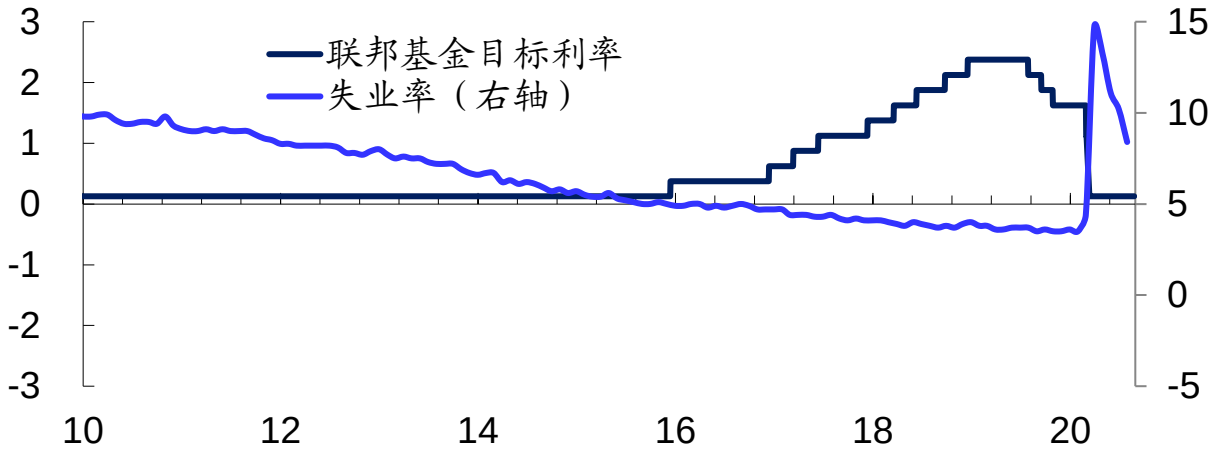
美联储加息：就业优先、忽视通胀

目前全球放水已有半年时间，各类资产价格已经大幅上涨，未来的关键问题是宽松货币政策何时退出？美联储的两大使命是物价稳定和充分就业，近期美联储主席鲍威尔明确表示，基于通胀率的持续低迷，未来将引入平均通胀目标，这意味着即便通胀率短期上升也不会引发加息。事实上，2010到14年的通胀水平并不低，但美联储依然维持零利率不变。目前，美联储真正关心的是充分就业，从2015年的经验来看，当失业率降至自然失业率水平附近，也就是实现充分就业之后，美联储就开启了加息周期。目前CBO公布美国自然失业率约为4.4%，如果历史经验有效，那么未来美联储何时加息将取决于失业率何时降至4.4%以下。

美国PCE物价涨幅、联邦基金利率（%）



美国联邦基金利率、失业率（%）



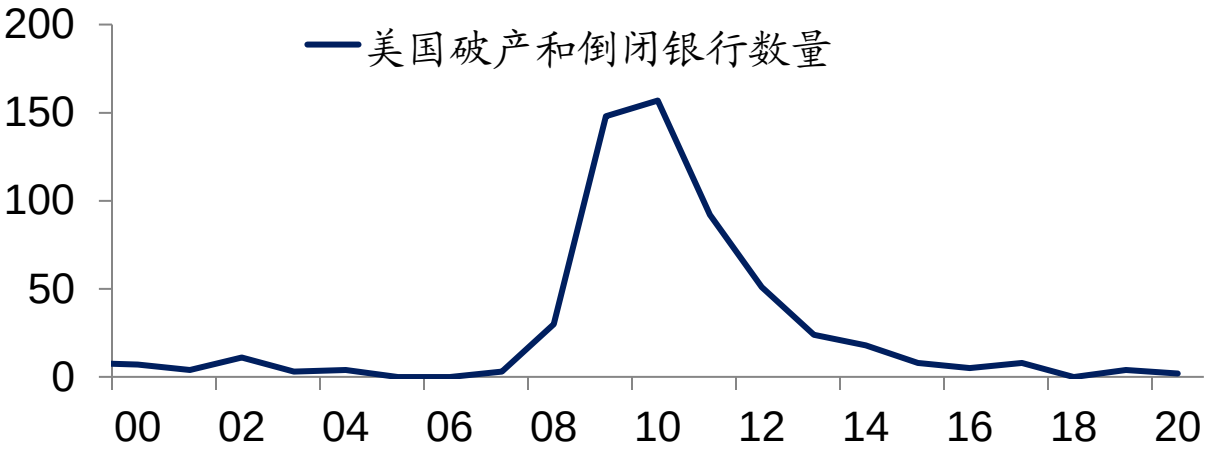
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

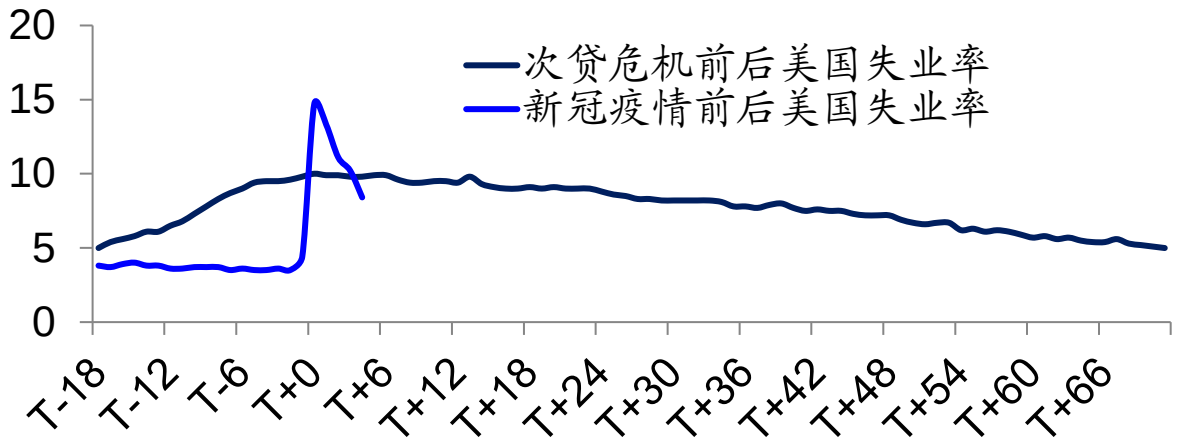
疫情绝非经济危机

08年金融危机摧毁了美国的金融和地产两大行业，并导致了很多相关行业的巨大损失，而之后的经济和就业恢复之所以缓慢，在于新的产业发展需要时间，而下岗的工人也需要时间来学习新的技能，才有可能重新找到工作机会。但这一次的经济和就业损失之所以出现，在于疫情导致了居家隔离，大家无法出门工作消费。而在疫情缓解之后，随着人群重新出门，其实就业和经济就回来了。谷歌的数据显示，美国出行冻结最严重的是4月份，当月共减少了2100万个工作机会。而在5月份以后居民出行持续改善，同时在过去的4个月美国已经恢复了1060万个工作机会。

美国破产和倒闭银行数量（家）



次贷危机、新冠疫情前后美国月度失业率（%）



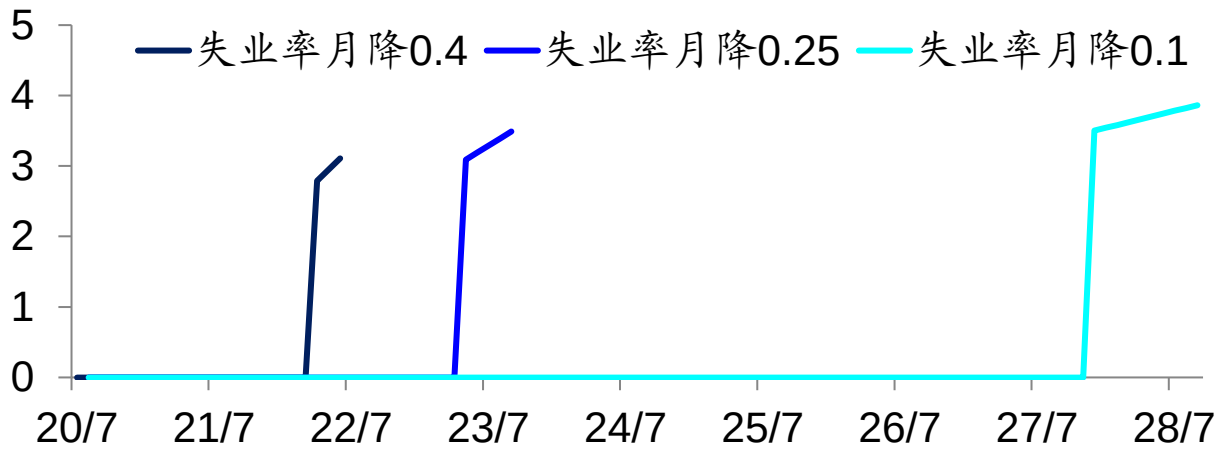
资料来源：Wind，海通证券研究所，右图T+0代表失业率峰值时间

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

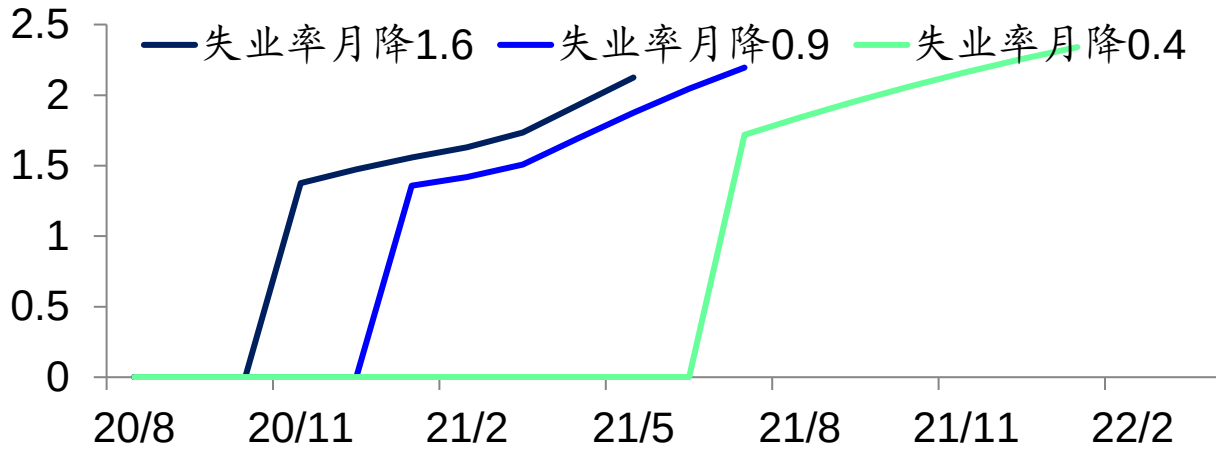
就业远超预期，加息预期提前

在今年6月份美联储发布的预测报告中，给出的预测是最早2022年之后才可能开始加息。问题在于，6月份美联储预测时使用的是5月份高达13.3%的失业率。我们即便参照1919年美国大流感的经验，根据失业率见顶之后每月下降0.4%的乐观假设，推算出来美联储最早也要在2022年以后才有可能加息。但现实的情况是，过去3个月失业率月均下降1.6%，如果保持这样的节奏，那么11月的失业率就会降至3.6%。如果失业率保持过去3个月中的最低降幅，月均下降0.9%，到21年1月也会实现充分就业。如果美联储依然与此前一样在实现充分就业之后就开始加息，那么已经不排除明年有可能会加息。

修正泰勒规则下美国联邦基金目标率走势预测（%）



修正泰勒规则下美国联邦基金目标率走势预测（%）



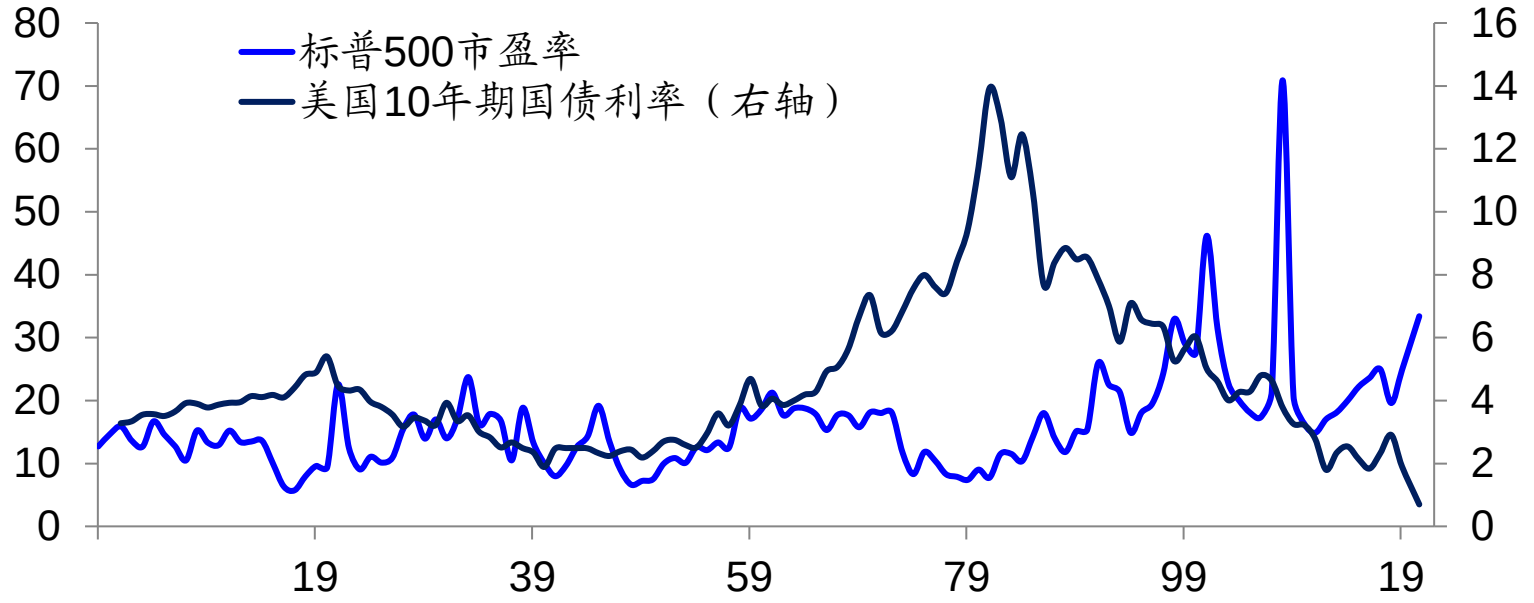
资料来源：Wind，海通证券研究所，左图和右图分别使用5月和8月失业率为起点

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美股泡沫承压

目前美国标普500指数的TTM市盈率已经高达34倍，这不仅远高于过去120年16倍的平均值，而且在过去120年中仅有两年的年末市盈率高于现在。美股今年以来的牛市其实是利率下降提升估值的大水牛行情，未来如果货币紧缩提前，那么美股的水牛行情或将面临调整压力。

美国标普500市盈率（倍）、10年期国债利率（%）



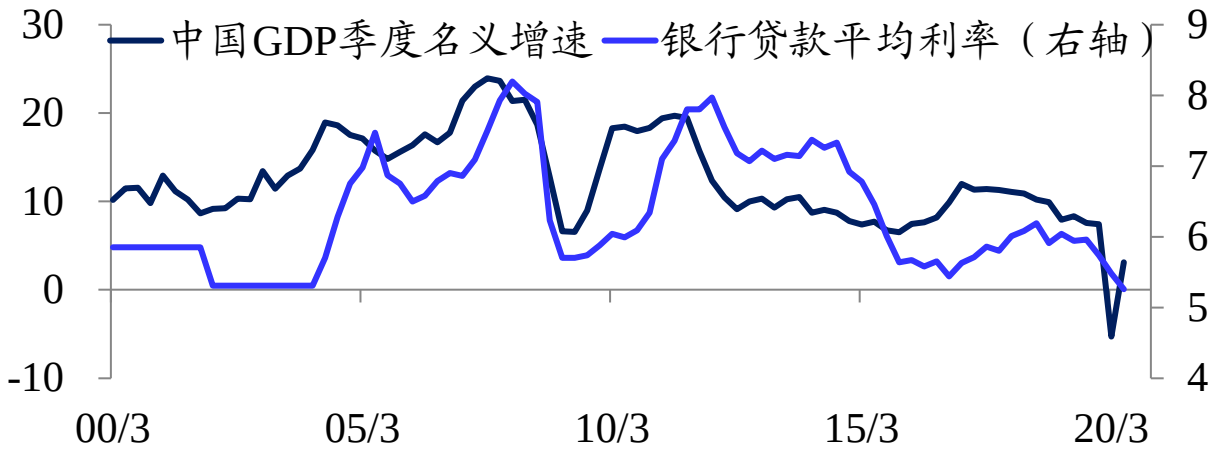
资料来源：Wind，海通证券研究所，市盈率为TTM

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

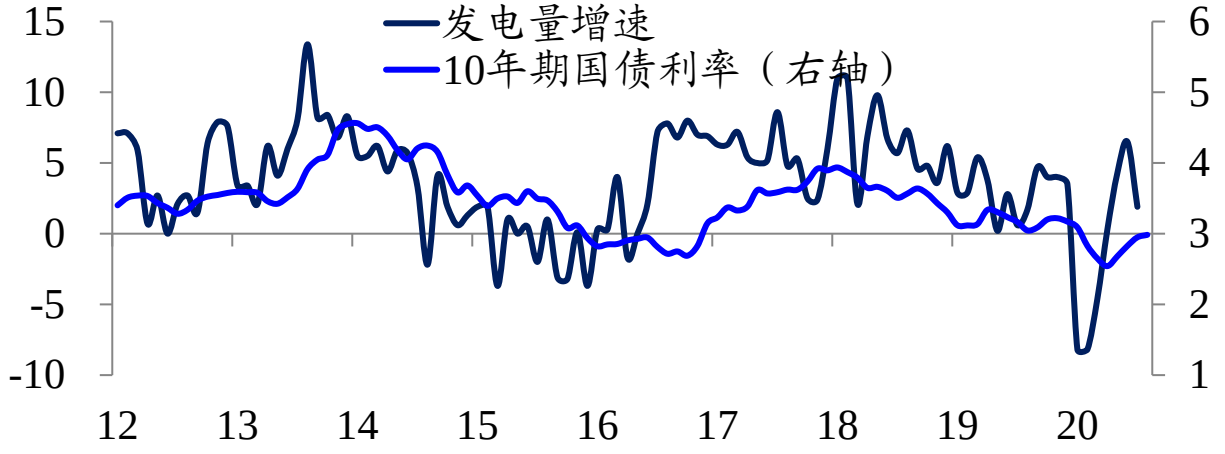
中国：经济周期决定利率

在《中国人民银行法》中，给出了中国央行的两大目标：保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。而币值稳定的核心是通胀率，因而经济增长和通胀率应是中国货币政策关注的两大核心指标。我们发现，银行实际贷款利率的走势则与GDP名义增速的走势密切相关，而后者其实主要由经济增长和通胀共同决定。另外一个比较好的刻画中国经济走势的指标是发电量增速，10年期国债利率与中国发电量增速的走势基本一致。

中国GDP名义增速、银行贷款平均利率（%）



发电量增速、10年期国债利率（%）



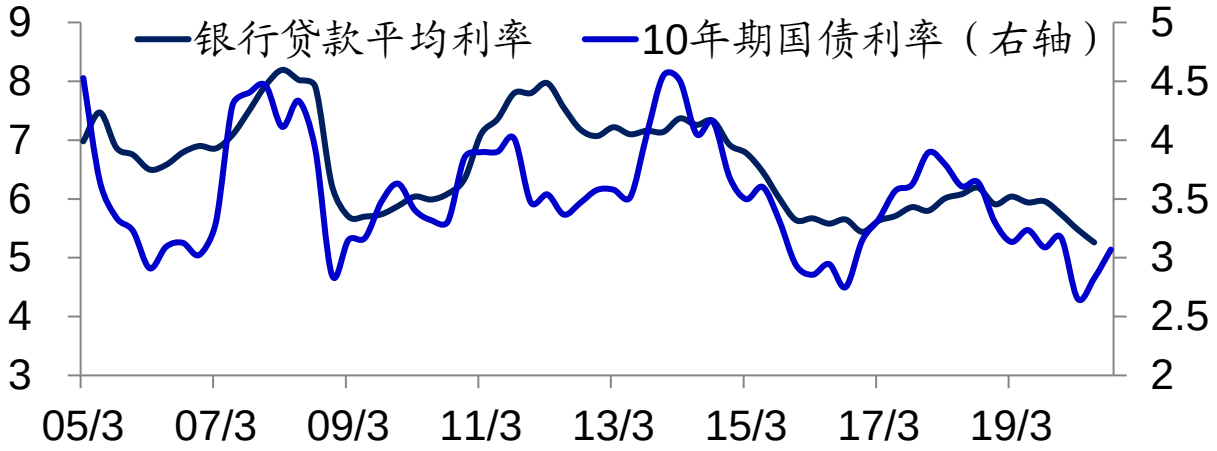
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

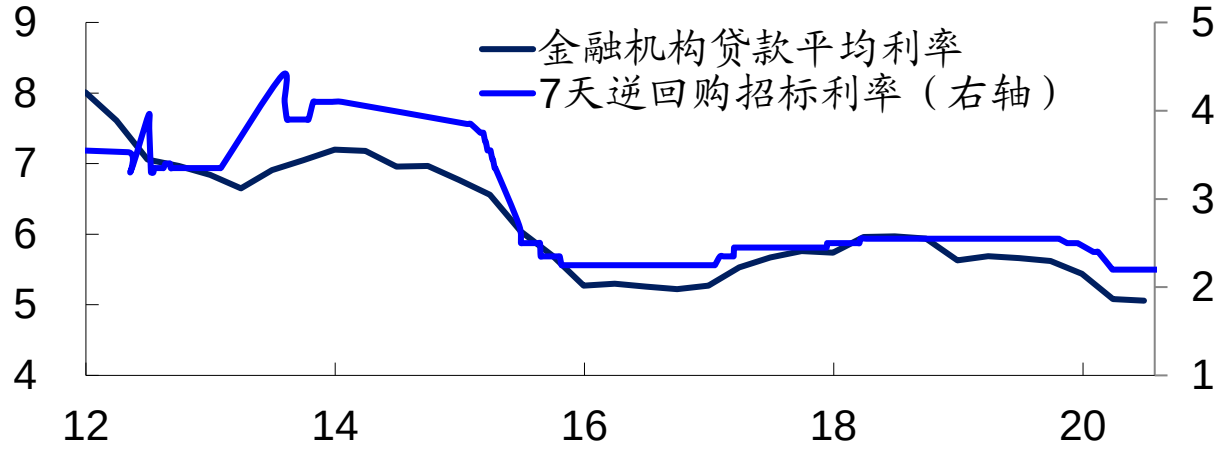
政策跟随市场利率

上述的银行贷款平均利率和10年期国债利率均是市场化的利率指标，两者走势基本一致。而以7天逆回购招标利率为代表的央行基准利率，其走势则与银行贷款利率等市场利率的走势基本一致，而且略滞后于市场利率的变化。这意味着央行的利率政策决定也是以经济周期为基础，其利率决策跟随市场利率变化。

银行贷款平均利率、10年期国债利率（%）



银行贷款平均利率、7天逆回购招标利率（%）



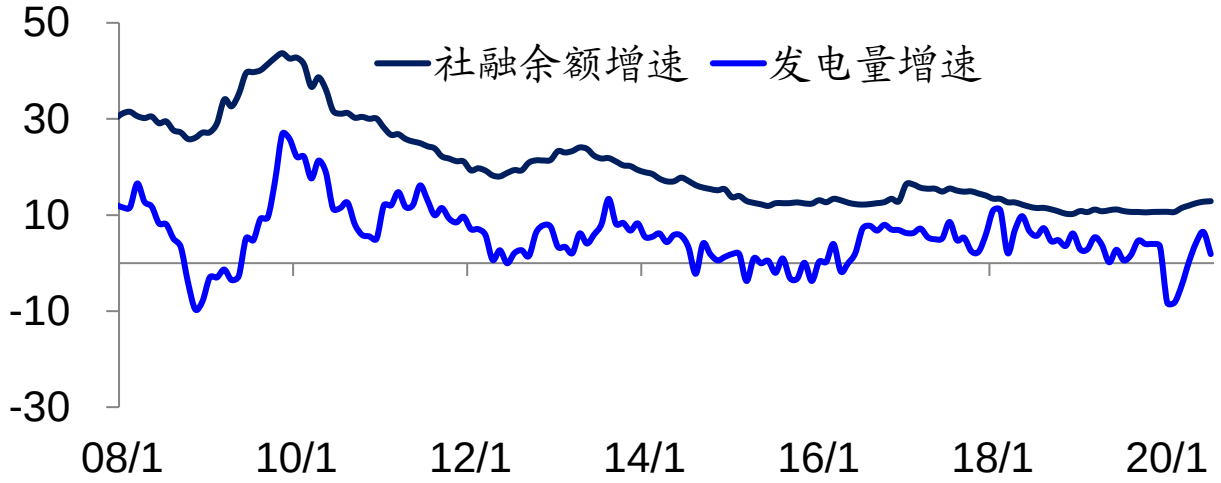
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

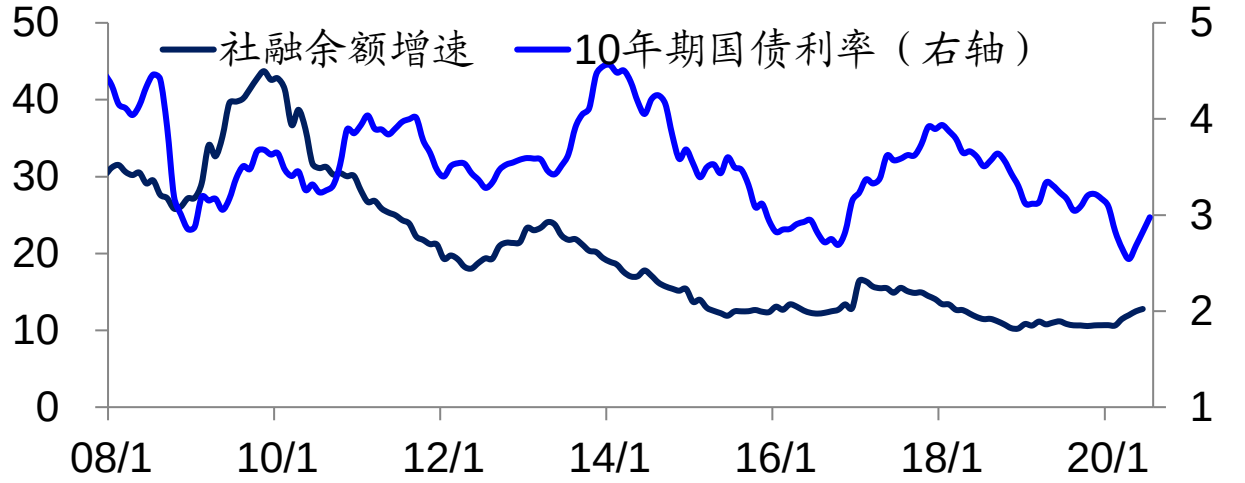
货币引领复苏，加息不会缺席

当前中国经济周期主要仍靠货币和融资驱动，通过地产周期导致了经济的周期性波动，进而导致了利率的波动。展望未来，随着新一轮加杠杆周期的启动，中国的社融增速趋于回升，这代表着地产周期拐头向上，中国经济也进入新一轮复苏周期，与此相应，中国的利率也将进入上行周期，未来中国的加息可能会迟到，但不会缺席。

社融余额增速、发电量增速（%）



社融余额增速、10年期国债利率（%）



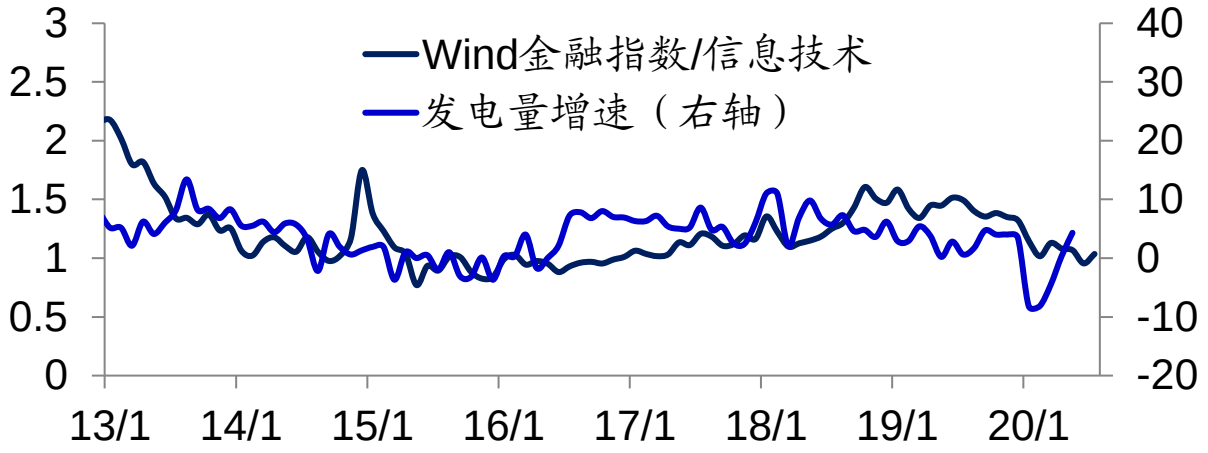
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

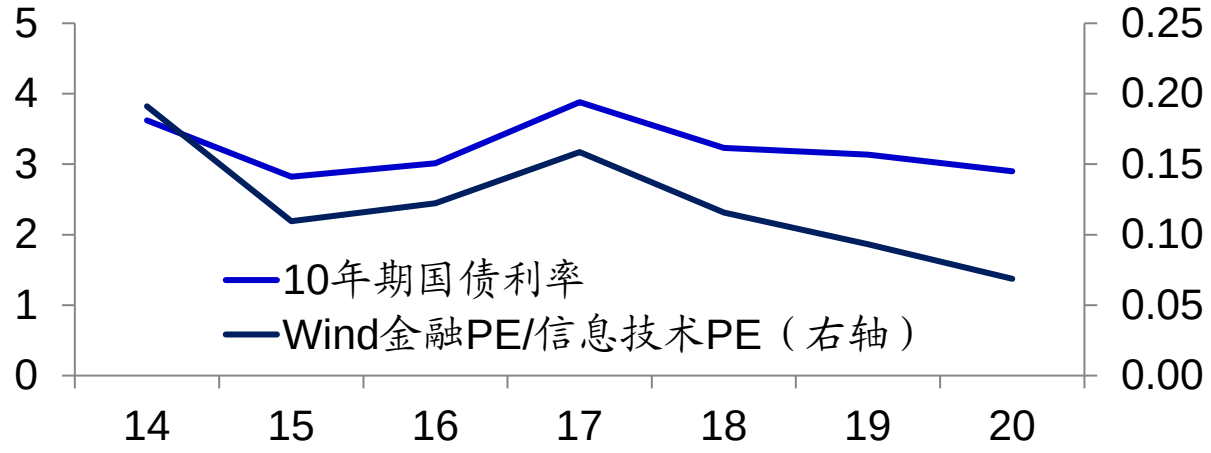
去杠杆有利创新，加杠杆水牛结束

我们发现，经济增长的状态其实是决定中国股市风格的重要因素。在经济增速的下行期，通常全社会回报率趋于下降，这时拥有相对稳定成长的科技和消费等行业理所应当拥有更高的估值，因而表现也会相对更好。过去两年的成长股结构性牛市，其实受益于去杠杆抑制了无效的资产泡沫，同时减税激励了创新。但随着利率的上行，靠提升估值驱动的水牛行情已经结束，部分高估值的成长股或将承压。

Wind金融与信息技术行业相对表现，发电量增速（%）



Wind金融和信息技术行业估值比、10年期国债利率（%）



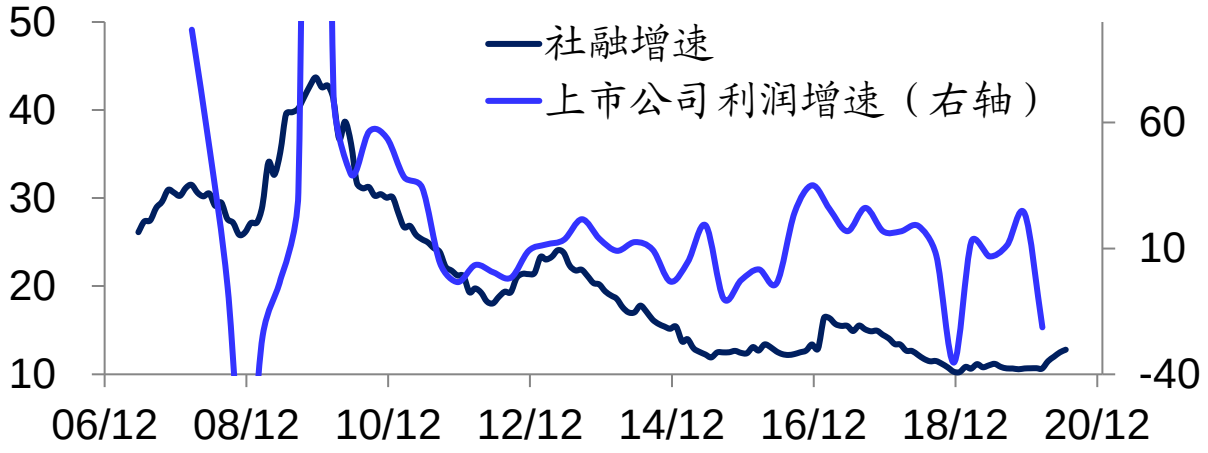
资料来源：Wind，海通证券研究所，右图为静态PE数据

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

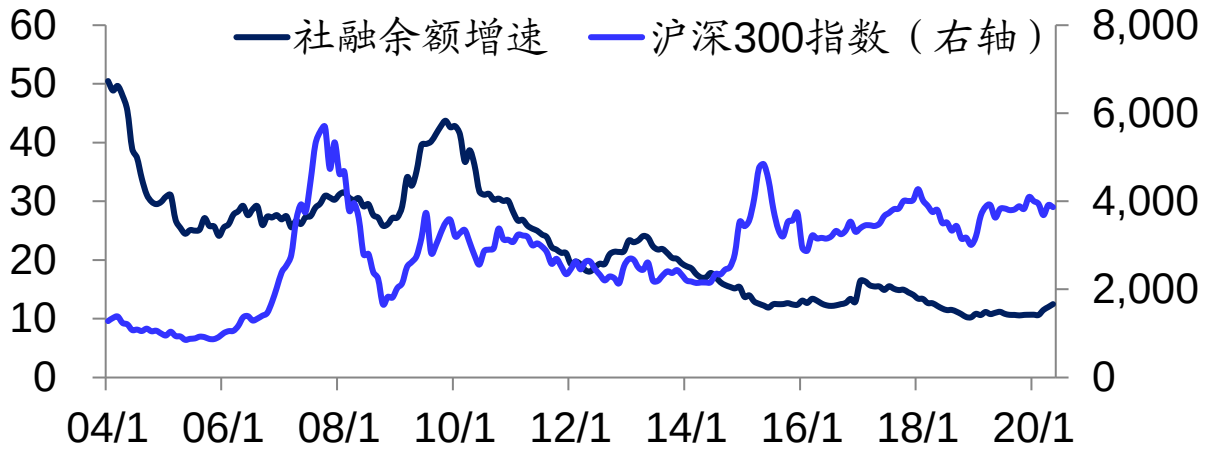
企业盈利改善、支撑股市走牛

未来伴随着经济复苏，经济和通胀将趋于回升，这两者是决定企业整体盈利的两大核心指标，分别代表了上市公司的产品数量和价格。过去每一轮加杠杆周期都带来了企业盈利增速的明显回升，我们认为这一次也不会例外，从今年2季度开始的1年时间将出现新一轮企业盈利的回升周期。正是因为盈利增速的回升，过去的每一轮加杠杆周期，都伴随着股市的重新走牛，因而未来1年的企业盈利改善将成为股票牛市的重要支撑。

社融余额增速、上市公司利润增速（%）



社融余额增　（%）、沪深300指数



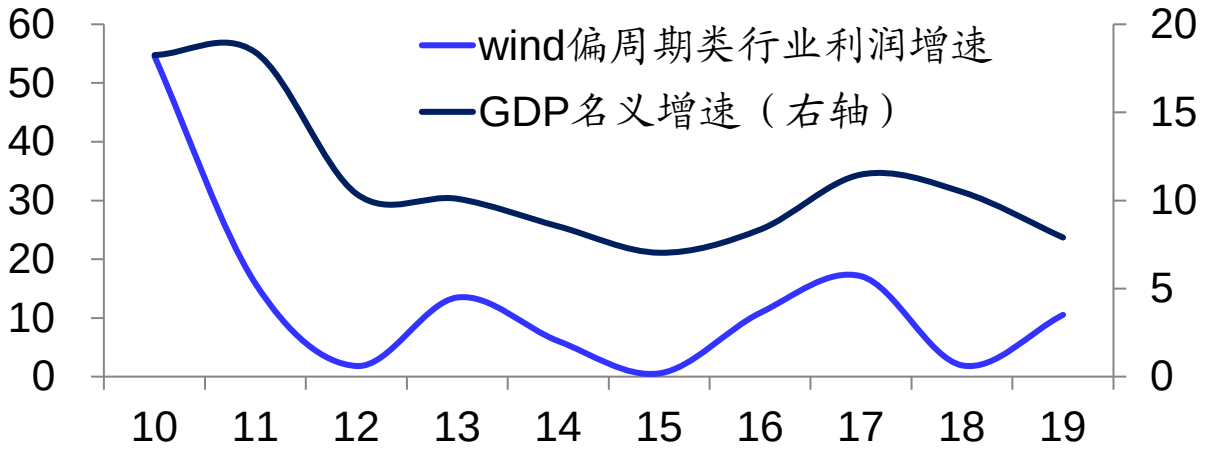
资料来源：Wind，海通证券研究所，上市公司利润为截止1季度数据

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

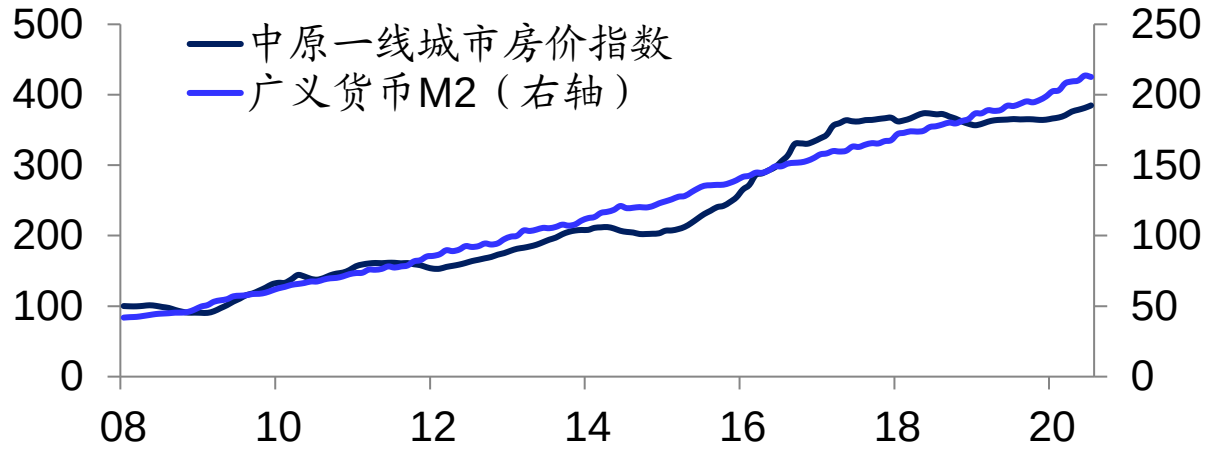
周期行业向好，价值蓝筹崛起

而在货币超发之下，作为货币蓄水池的房地产必然会从中受益。中原地产领先指标显示，盘整3年的一线城市房价在今年4月以后出现明显回升。随着地产周期的启动，以金融、地产、工业、材料、可选消费等为代表的偏周期性行业将从中受益，其盈利的改善将是大概率事件。

Wind偏周期类行业利润增速、GDP名义增速（%）



中原一线城市房价指数、中国广义货币M2（万亿元）



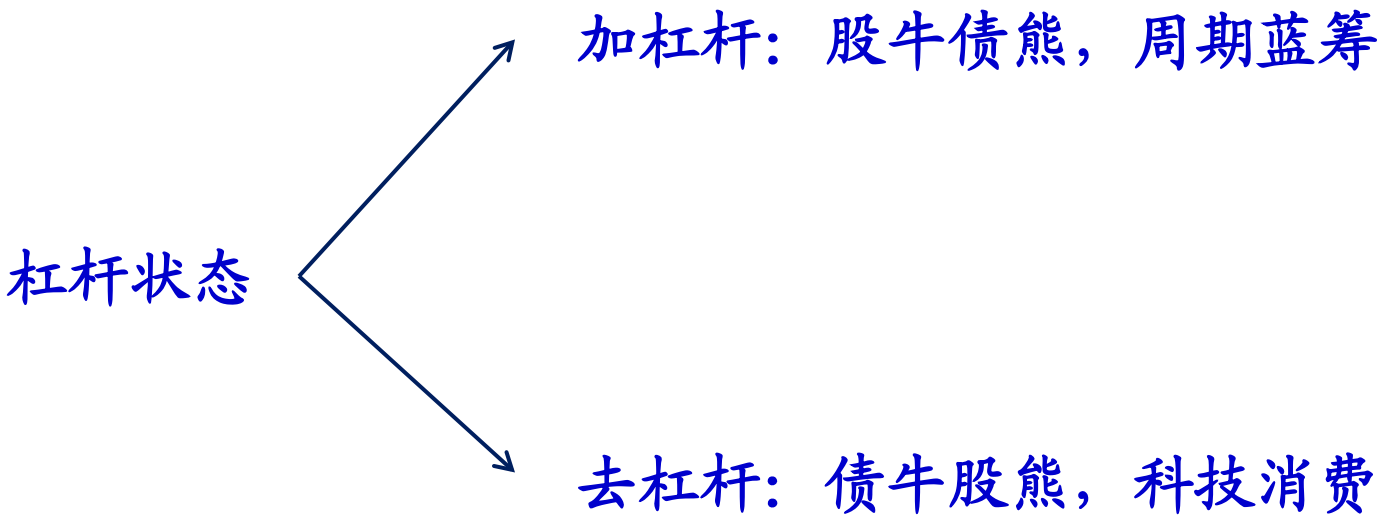
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济复苏：股牛债熊、蓝筹领涨

总结来说，随着新一轮加杠杆周期的启动，中国经济有望步入复苏周期，经济通胀有望回升，利率将重新上行，大类资产配置将从债券牛市转向股票牛市，而在股市内部偏周期的蓝筹行业有望重新崛起。

中国经济状态与资产配置选择



资料来源：海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师声明和研究团队

分析师声明

姜超：宏观债券研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观债券首席分析师 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-2321 2042

Email：jc9001@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

	类　别	评　级	明
1.　　资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公　股价（或行业指数）的涨跌幅相对期市场基准指数的涨跌幅； **2.　市场基准指数的比较标准：** A 股市场以海　综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳　达克综合指数为基准。	股票　资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%　间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业　资评级	优于大市	预期行业整　回报高于基准指数整　曼平 10%以上；
		中性	预期行业整　回报介于基准指数整　曼平-10%与 10%　间；
		弱于大市	预期行业整　回报低于基准指数整　曼平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告